



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2023



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	16
3 Prezzi e costi	25
4 Andamenti del mercato finanziario	32
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	38
6 Andamenti della finanza pubblica	46
Riquadri	50
1 Rischi derivanti da El Niño per i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale	50
2 Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori	56
3 Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti	63
4 Principali determinanti della recente inflazione: la percezione dei consumatori	68
5 Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE	75
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 10 maggio al 1° agosto 2023	86
7 Distribuzione del capitale delle banche e implicazioni per la politica monetaria	92
8 L'impatto di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario 15 anni dopo la grande crisi finanziaria	99
Articoli	103
1 Il conto corrente dell'area dell'euro in seguito allo shock pandemico ed energetico	103
Riquadro 1 L'introduzione nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro di una scomposizione per categoria di prodotto e per prezzo-quantità nell'ambito dell'interscambio di beni	111

Riquadro 2	Il valore di riferimento a medio termine per il conto corrente dell'area dell'euro	117
2	Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale	121
Riquadro 1	Evidenze empiriche dell'impatto sulla crescita del prodotto potenziale europeo delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica	129
Riquadro 2	Verifica dell'ipotesi di Porter: norme di tutela ambientale e crescita della produttività nell'area dell'euro	133
Riquadro 3	L'attività economica dipende dalla natura	136
3	Dieci anni di indagini SESFOD: termini e condizioni del credito nei mercati del finanziamento tramite titoli denominati in euro e dei derivati OTC dal 2013 a oggi	139
Riquadro 1	Struttura del mercato e rappresentatività del campione	153
Riquadro 2	Confronto tra le risposte alle indagini SESFOD e SCOOS sugli hedge fund	157
Statistiche		S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

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. Per progredire ulteriormente verso tale obiettivo, nella riunione del 14 settembre 2023 il Consiglio direttivo ha 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 alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Le proiezioni macroeconomiche di settembre 2023 formulate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE indicano un tasso di inflazione pari, in media, al 5,6 per cento nel 2023, al 3,2 nel 2024 e al 2,1 nel 2025, vale a dire una revisione al rialzo per il 2023 e il 2024 e al ribasso per il 2025. La correzione al rialzo per il 2023 e il 2024 riflette principalmente l'evoluzione più sostenuta dei prezzi dell'energia. Le pressioni di fondo sui prezzi restano elevate, sebbene la maggior parte degli indicatori abbia iniziato a ridursi. Gli esperti della BCE hanno rivisto lievemente al ribasso il profilo previsto per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare, in media al 5,1 per cento nel 2023, al 2,9 nel 2024 e al 2,2 nel 2025. I passati aumenti dei tassi di interesse decisi dal Consiglio direttivo continuano a trasmettersi con vigore. Le condizioni di finanziamento si sono inasprite ulteriormente e frenano in misura crescente la domanda, fattore importante per riportare l'inflazione all'obiettivo. Alla luce del maggiore impatto di tale inasprimento sulla domanda interna e dell'indebolimento del contesto del commercio internazionale, gli esperti della BCE hanno rivisto significativamente al ribasso le proiezioni per la crescita economica dell'area dell'euro, che si collocherebbe allo 0,7 per cento nel 2023, all'1,0 nel 2024 e all'1,5 nel 2025.

In base alla sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'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. 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 saranno 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.

Attività economica

L'economia si manterrà probabilmente su livelli modesti nei prossimi mesi. Dopo una sostanziale stagnazione nella prima metà dell'anno, gli indicatori recenti rilevano debolezza anche nel terzo trimestre. La minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e l'impatto delle condizioni di finanziamento restrittive frenano la crescita, anche per via dei minori investimenti nell'edilizia residenziale e da parte delle imprese. Anche il settore dei servizi, che finora aveva mostrato una buona capacità di tenuta, si sta indebolendo. Nel corso del tempo, la dinamica economica dovrebbe intensificarsi con l'aumento atteso dei redditi reali, sostenuto dal calo dell'inflazione, dall'incremento delle retribuzioni e dal vigore del mercato del lavoro, che consolideranno la spesa per consumi.

Il mercato del lavoro ha mantenuto finora una buona tenuta, nonostante la decelerazione dell'economia. Il tasso di disoccupazione è rimasto al minimo storico del 6,4 per cento a luglio. L'occupazione, benché cresciuta dello 0,2 per cento nel secondo trimestre, sta perdendo slancio. Anche nel settore dei servizi, determinante fondamentale dell'incremento dell'occupazione sin dalla metà del 2022, si stanno ora creando meno posti di lavoro.

Le prospettive a breve termine per la crescita nell'area dell'euro si sono deteriorate, mentre nel medio periodo, con la ripresa della domanda sia interna sia esterna, l'economia dovrebbe tornare gradualmente a registrare una moderata espansione. L'attività economica dell'area è cresciuta a un ritmo modesto nella prima metà del 2023, nonostante il livello elevato di ordinativi arretrati nel settore manifatturiero e il calo degli alti prezzi dell'energia. Inoltre, tali effetti sono in larga parte venuti meno e gli indicatori congiunturali segnalano una stagnazione nel breve termine a fronte di condizioni di finanziamento più restrittive, della debole fiducia di imprese e consumatori e della bassa domanda estera in un contesto in cui l'euro si rafforza. La crescita dovrebbe intensificarsi a partire dal 2024 con l'avvicinarsi della domanda estera alla traiettoria pre-pandemica e il miglioramento del reddito reale alla luce del calo dell'inflazione, della dinamica vigorosa dei salari nominali e del livello ancora basso, seppur in lieve aumento, della disoccupazione. Risulterà tuttavia ancora frenata, in un contesto in cui l'inasprimento della politica monetaria della BCE e le condizioni sfavorevoli dell'offerta di credito si trasmettono all'economia reale e le misure di sostegno di bilancio vengono gradualmente revocate. Secondo le proiezioni, complessivamente il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali scenderebbe dal 3,4 per cento del 2022 allo 0,7 nel 2023, per poi risalire all'1,0 nel 2024 e all'1,5 nel 2025. Nel confronto con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2023, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso di 0,2, 0,5 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente per il 2023, il 2024 e il 2025, di riflesso al considerevole indebolimento delle prospettive a breve termine, in presenza di un deterioramento degli indicatori congiunturali, dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento – compresi effetti più avversi sull'offerta di credito – e del rafforzamento del tasso di cambio dell'euro.

Con il venir meno della crisi energetica i governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno adottate. Ciò è essenziale per evitare di spingere al rialzo le

pressioni inflazionistiche di medio termine, che altrimenti renderebbero necessaria una risposta di politica monetaria ancora più risoluta. 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. Le politiche volte a migliorare la capacità di offerta dell'area dell'euro, che beneficerebbe della piena attuazione del programma Next Generation EU, possono contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo, sostenendo al tempo stesso la transizione ecologica. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe concludersi entro la fine del 2023 e andrebbero accelerati i progressi verso l'unione dei mercati dei capitali.

Inflazione

In base alla stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione è scesa al 5,3 per cento a luglio, attestandosi tuttavia sul medesimo livello ad agosto¹. Il calo si è interrotto perché, rispetto a luglio, i prezzi dell'energia sono aumentati. Per quanto riguarda i beni alimentari, l'inflazione è scesa rispetto al picco di marzo, ma si è mantenuta a quasi il 10 per cento ad agosto. Nei prossimi mesi i bruschi rincari registrati lo scorso autunno non rientreranno più nel calcolo dei tassi sul periodo corrispondente, spingendo al ribasso l'inflazione.

Ad agosto l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è scesa al 5,3 per cento, dal 5,5 di luglio. L'inflazione dei beni si è ridotta al 4,8 per cento ad agosto, rispetto al 5,0 di luglio e al 5,5 di giugno, di riflesso alle migliori condizioni dell'offerta, ai precedenti cali delle quotazioni dell'energia, all'allentamento delle pressioni sui prezzi nelle prime fasi della catena produttiva e all'indebolimento della domanda. Quanto ai servizi, è scesa lievemente, al 5,5 per cento, rimanendo tuttavia elevata per effetto della forte spesa per viaggi e vacanze e del notevole incremento delle retribuzioni. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del reddito per occupato si è mantenuto costante, al 5,5 per cento, nel secondo trimestre dell'anno. Il contributo del costo del lavoro all'inflazione interna sui dodici mesi è aumentato nel secondo trimestre, in parte a causa dell'indebolimento della produttività, mentre il contributo degli utili è diminuito per la prima volta dall'inizio del 2022.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo sta iniziando a ridursi, in relazione al maggiore allineamento fra domanda e offerta e al venir meno del contributo dei passati rincari dei beni energetici. Allo stesso tempo, le pressioni interne sui prezzi restano forti.

Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collochi attualmente intorno al 2 per cento, alcuni indicatori sono aumentati e vanno seguiti con attenzione.

¹ Le statistiche riportate in questo numero del Bollettino economico sono aggiornate al 13 settembre 2023. Secondo la stima finale diffusa dall'Eurostat il 19 settembre 2023, ad agosto di quest'anno l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 5,2 per cento, dal 5,3 di luglio, ossia 0,1 punti percentuali al di sotto del dato preliminare.

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro dovrebbe continuare a diminuire nell'orizzonte temporale di proiezione per via dell'attenuarsi delle pressioni sui costi e delle strozzature dal lato dell'offerta, oltre che per effetto dell'inasprimento della politica monetaria. Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe ridursi gradualmente, pur rimanendo al di sopra di quella complessiva fino agli inizi del 2024. La disinflazione sarebbe dovuta al venir meno degli effetti dei passati shock ai prezzi dell'energia e delle altre spinte inflazionistiche, con la forte dinamica del costo del lavoro che gradualmente diventerebbe la determinante principale dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. I salari rallenterebbero gradualmente a partire dalla metà del 2023, pur mantenendosi elevati nell'arco di tempo considerato per effetto degli incrementi delle retribuzioni minime e della compensazione per l'aumento dell'inflazione, in un contesto caratterizzato da condizioni tese, ancorché in via di allentamento, nel mercato del lavoro. I margini di profitto, che l'anno scorso si erano considerevolmente ampliati, nel medio periodo dovrebbero attenuare la trasmissione del costo del lavoro ai prezzi finali. Inoltre, l'inasprimento della politica monetaria dovrebbe frenare sempre più l'inflazione di fondo. Nel complesso, in un contesto in cui si ipotizza che le aspettative di inflazione a medio termine rimangano ancorate all'obiettivo della BCE, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe scendere da una media dell'8,4 per cento nel 2022 al 5,6 nel 2023, al 3,2 nel 2024 e al 2,1 nel 2025, raggiungendo l'obiettivo nel terzo trimestre del 2025. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno, l'inflazione misurata sullo IAPC è stata rivista al rialzo per il 2023 e per il 2024 in ragione dell'aumento delle quotazioni dei contratti future sull'energia, e al ribasso per il 2025 in quanto si ritiene che gli effetti dell'apprezzamento dell'euro, dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento e dell'indebolimento delle condizioni cicliche agiranno da freno sul tasso calcolato al netto dei beni energetici e alimentari.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso. L'espansione economica potrebbe risultare più lenta se gli effetti della politica monetaria saranno più intensi delle attese o in caso di indebolimento dell'economia mondiale, ad esempio per effetto di un'ulteriore decelerazione della Cina. 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 riacquisteranno fiducia e aumenteranno 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. Le condizioni meteorologiche avverse, e più in generale l'evoluzione della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari più del previsto. 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 rispetto a quanto anticipato, potrebbero spingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Per contro, l'indebolimento della domanda, riconducibile ad esempio a una più intensa trasmissione della politica monetaria o a un deterioramento del contesto economico esterno all'area dell'euro,

determinerebbe un allentamento delle pressioni sui prezzi, soprattutto nel medio periodo.

Condizioni finanziarie e monetarie

L'inasprimento della politica monetaria continua a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento più generali. La raccolta è tornata a essere più onerosa per le banche, per effetto della riallocazione da parte dei risparmiatori dai depositi a vista ai depositi a termine – meglio remunerati – e al graduale venir meno delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE. I tassi medi sui prestiti alle imprese e sui mutui ipotecari hanno continuato a salire a luglio, rispettivamente al 4,9 e al 3,8 per cento.

La dinamica del credito si è indebolita ulteriormente. Per quanto riguarda i prestiti alle imprese, il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 2,2 per cento a luglio, dal 3,0 di giugno. Anche i prestiti alle famiglie hanno registrato un incremento meno marcato, dell'1,3 per cento rispetto all'1,7 di giugno: in ragione d'anno sulla base dei dati degli ultimi tre mesi si sono ridotti dello 0,8 per cento, la contrazione più marcata dall'introduzione dell'euro. A fronte del debole andamento del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso dallo 0,6 per cento di giugno al minimo storico del -0,4 per cento di luglio. In ragione d'anno, sulla base degli ultimi tre mesi, M3 ha registrato una flessione dell'1,5 per cento.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione del 14 settembre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tre tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati rispettivamente al 4,50, al 4,75 e al 4,00 per cento, con effetto dal 20 settembre 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 della politica monetaria.

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

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

Conclusioni

L'inflazione 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. Per progredire ulteriormente verso tale obiettivo, nella riunione del 14 settembre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In base alla sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'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. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo.

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

Dopo il forte recupero osservato all'inizio del 2023, l'economia mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo più moderato nel resto dell'anno, riflettendo principalmente la perdita di slancio della ripresa economica della Cina. Tuttavia, le prospettive per la crescita mondiale contenute nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre restano sostanzialmente simili a quelle formulate a giugno dagli esperti dell'Eurosistema. Di fatto, sebbene la crescita mondiale rimanga complessivamente stabile nell'orizzonte di proiezione, la sua composizione per paese è cambiata, giacché le prospettive di crescita per la Cina sono state riviste significativamente al ribasso, mentre la crescita del PIL in termini reali è stata rivista al rialzo negli Stati Uniti a causa della capacità di tenuta dimostrata finora dalla sua economia. Nel 2023 la debole crescita del commercio mondiale riflette la composizione dell'attività economica mondiale, trainata da paesi a minore intensità di scambi (economie emergenti), componenti della domanda (consumi) e prodotti (servizi). La crescita dell'interscambio internazionale dovrebbe accelerare di nuovo nel resto del periodo considerato e aumenterebbe sostanzialmente, in linea con l'attività mondiale. Rispetto alle proiezioni di giugno, sia la crescita delle importazioni mondiali sia quella della domanda estera dell'area dell'euro sono state riviste al ribasso per il 2023, in larga misura per effetto di ulteriori revisioni al ribasso dei dati storici e di risultati inferiori alle stime nel secondo trimestre registrati alla data di chiusura per le proiezioni. Tuttavia, la crescita della domanda estera nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione rimane comparabile con le proiezioni di giugno. L'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a livello internazionale sta diminuendo gradualmente, ma le pressioni inflazionistiche di fondo rimangono forti, in particolare tra le economie avanzate. Tuttavia, i prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area dell'euro dovrebbero diminuire nettamente, trainati dai nuovi andamenti dei prezzi delle materie prime.

Dopo il forte recupero osservato all'inizio del 2023, ora l'economia mondiale sta subendo una moderazione, che riflette principalmente la perdita di slancio della ripresa della Cina. Secondo le proiezioni di settembre, la crescita mondiale dovrebbe rallentare nella seconda metà dell'anno. Pur rimanendo sostanzialmente in linea con l'esercizio di giugno, la composizione sottostante per paese ha subito variazioni². Nelle principali economie avanzate, tra cui Stati Uniti e Regno Unito, l'attività economica ha continuato a evidenziare una capacità di tenuta maggiore del previsto, mentre in Cina ha subito un rallentamento maggiore di quanto stimato in precedenza, a causa del riemergere di problemi nel settore degli immobili residenziali che hanno rallentato la ripresa trainata dai consumi. L'atteso rallentamento dell'attività economica mondiale trova conferma anche nei dati ad alta frequenza più recenti. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) continua a diminuire, pur mantenendosi in territorio espansivo sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Lo stesso vale per il PMI relativo al prodotto nel settore dei servizi, mentre il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero è sceso maggiormente in territorio negativo nelle

² Poiché la presente sezione verte sugli andamenti del contesto mondiale, tutti i riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale non includono l'area dell'euro.

economie avanzate, mentre è aumentato in quelle emergenti, riducendo il divario rispetto al settore dei servizi (cfr. il grafico 1).

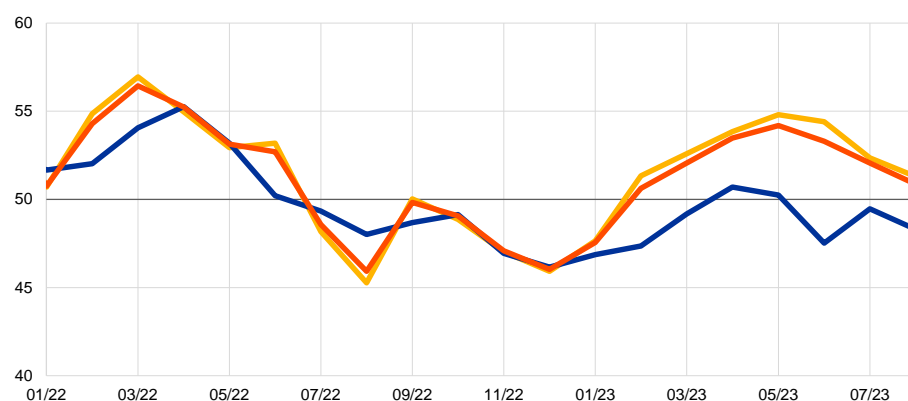
Grafico 1

PMI relativo al prodotto per settore nelle economie avanzate ed emergenti

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

(indici di diffusione)

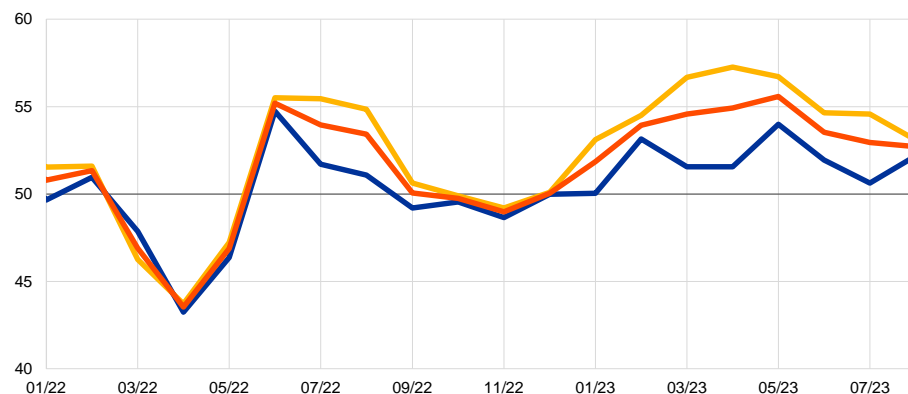
- Servizi
- Settore manifatturiero
- Composito



b) Economie emergenti

(indici di diffusione)

- Servizi
- Settore manifatturiero
- Composito



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

Le prospettive complessive per la crescita mondiale contenute nelle proiezioni di settembre sono prossime a quelle dello scorso giugno, ma sono state riviste per le principali economie. Le proiezioni attuali indicano che il PIL mondiale in termini reali crescerà del 3,2 per cento nel 2023, del 3,0 per cento nel 2024 e del 3,2 per cento nel 2025, riflettendo revisioni solo modeste rispetto alle proiezioni di giugno (+0,1 punti percentuali nel 2023 e -0,1 punti percentuali sia nel 2024 sia nel 2025). Tuttavia, le prospettive di crescita in Cina sono state riviste notevolmente al ribasso, per effetto della già menzionata dinamica del settore degli immobili

residenziali³. L'attività economica nelle principali economie avanzate, per contro, è stata rivista al rialzo per il 2023, riflettendo la maggiore capacità di tenuta del mercato del lavoro, anche se le prospettive di crescita dovrebbero indebolirsi ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione. Le economie emergenti rimangono una determinante fondamentale della crescita economica mondiale, nonostante le proiezioni di crescita siano lievemente inferiori rispetto a quelle di giugno.

La crescita dell'interscambio mondiale dovrebbe mantenere ritmi modesti quest'anno, per poi registrare una graduale ripresa. Il ristagno del commercio

mondiale, quest'anno, contrasta con la relativa tenuta dell'attività mondiale.

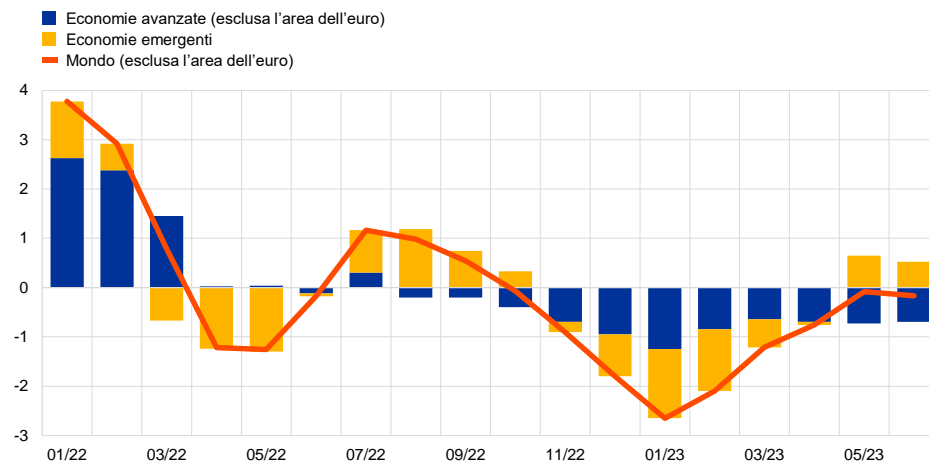
Le importazioni mondiali dovrebbero crescere in misura solo marginale quest'anno (+0,2 per cento), giacché le importazioni nelle economie avanzate dovrebbero contrarsi, di riflesso alla debolezza della domanda dovuta all'inasprimento delle condizioni finanziarie e agli effetti di composizione legati, in parte, alla ripresa successiva alla pandemia. Nel 2023 tre effetti di composizione combinati permangono alla base della debolezza degli interscambi, in quanto l'attività è trainata da aree geografiche a minore intensità di scambi (paesi emergenti), componenti della domanda (consumi) e prodotti (servizi). Tuttavia, la debolezza del commercio mondiale ha raggiunto il punto minimo e ci si attende un graduale miglioramento dello slancio nella restante parte del 2023. Ciò è in linea con i dati più recenti sull'interscambio mondiale di beni (cfr. il grafico 2) e riflette inoltre la forte ripresa successiva alla pandemia nel commercio di servizi, come il turismo. Per il periodo 2024-2025, le proiezioni prevedono che il commercio mondiale riacquisirà un certo slancio e si espanderà maggiormente in linea con il PIL reale, crescendo del 3,2 per cento nel 2024 e del 3,3 per cento nel 2025. La crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe rimanere invariata quest'anno e aumentare del 3 per cento su base annua nel periodo 2024-2025. Rispetto alle proiezioni di giugno 2023, sia la crescita delle importazioni mondiali sia quella della domanda estera dell'area dell'euro sono state riviste al ribasso per il 2023 (rispettivamente di 1,1 e 0,4 punti percentuali), in larga misura per effetto di ulteriori revisioni al ribasso dei dati storici al volgere dell'anno e di importazioni inferiori alle stime nel secondo trimestre registrate alla data di chiusura per le proiezioni. Per il 2024 e il 2025 le revisioni al ribasso sono più contenute, pari a circa 0,1 punti percentuali all'anno.

³ Agli inizi di settembre le autorità cinesi hanno annunciato un ulteriore sostegno al mercato immobiliare, tra cui la riduzione dei tassi di interesse sui mutui esistenti e la riduzione dei pagamenti in acconto. Sebbene tali misure siano state annunciate dopo la data limite per le proiezioni, è ancora troppo presto per verificare se saranno sufficienti ad arrestare il calo previsto nel settore immobiliare per la restante parte del 2023.

Grafico 2

Dinamica dell'interscambio di merci

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



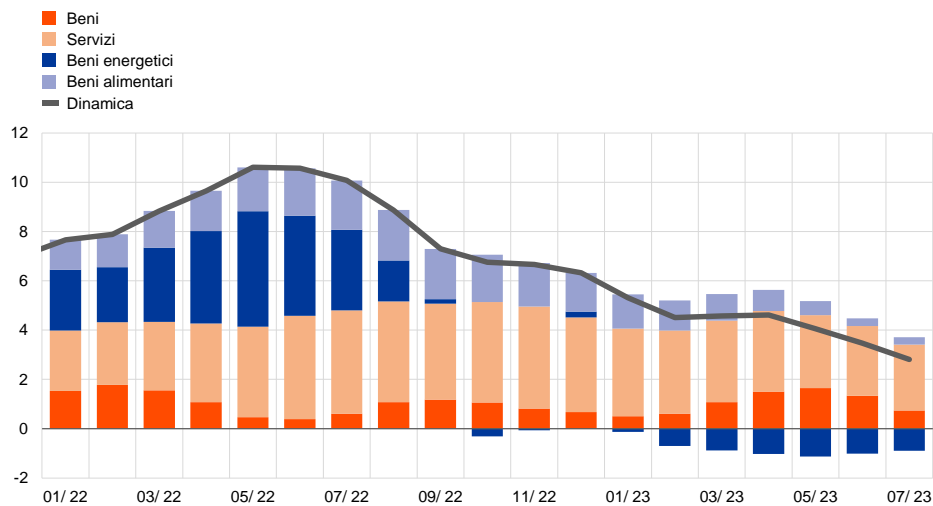
Fonti: CPB ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2023.

L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è in diminuzione a livello mondiale, sostenuta dal calo dei prezzi dei beni energetici e alimentari, ma l'inflazione di fondo rimane elevata. L'inflazione complessiva e quella CPI di fondo (al netto della componente alimentare ed energetica) nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) sono aumentate lievemente a luglio, rispettivamente al 5,9 per cento (dal 5,7 per cento di giugno) e al 6,7 per cento (dal 6,6 per cento). Ciò è attribuibile principalmente all'inflazione sui dodici mesi in Turchia, che a luglio è balzata di 10 punti percentuali, al 48 per cento. Escludendo la Turchia, l'inflazione complessiva è rimasta sostanzialmente stabile a luglio (al 4,4 per cento, in lieve calo dal 4,5 per cento di giugno) e l'inflazione di fondo è diminuita lievemente (al 5,0 per cento, dal 5,2 di giugno). Il livello persistentemente elevato dell'inflazione di fondo può essere ricondotto in larga misura all'andamento dei servizi. L'inflazione dei beni è diminuita bruscamente con la risoluzione degli squilibri tra domanda e offerta a livello mondiale nel mercato dei beni. A luglio la dinamica dell'inflazione, misurata come variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, è scesa al 2,8 per cento, dal 3,5 del mese precedente, per l'inflazione complessiva (cfr. il grafico 3), mentre per l'inflazione di fondo si è ridotta dal 5,3 al 4,3 per cento. I prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro hanno seguito un andamento discendente dalla metà del 2022, a causa dei ribassi delle materie prime e di un graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche interne ed esterne. I prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area sono stati rivisti al ribasso per quest'anno, rispetto alle proiezioni di giugno, rispecchiando un calo dell'inflazione delle esportazioni per i principali partner commerciali; per il 2024, invece, le proiezioni sono state riviste lievemente al rialzo, in ragione dell'aumento dei prezzi delle materie prime.

Grafico 3

Dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

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

I prezzi del greggio sono più elevati rispetto alle proiezioni di giugno, a seguito dell'accordo di Arabia Saudita e Russia di estendere i tagli alla produzione.

Agli inizi di settembre Arabia Saudita e Russia hanno esteso i tagli alla produzione di un mese al resto del 2023. I tagli alla produzione corrispondono a circa l'1,3 per cento dell'offerta mondiale, si aggiungono ai tagli alla produzione precedentemente concordati nel gruppo OPEC+ e acuiscono ulteriormente le tensioni sul mercato petrolifero che, secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, si trova ora in una situazione di disavanzo dell'offerta. Gli effetti della riduzione dell'offerta hanno controbilanciato l'indebolimento della domanda in Cina. I prezzi del gas in Europa hanno mostrato una certa volatilità in un contesto caratterizzato da carenze di offerta dovute a interruzioni delle forniture in Norvegia e, più di recente, a scioperi presso terminali per il trattamento del gas naturale liquefatto in Australia, ma sono diminuiti a partire dalle proiezioni di giugno, quando l'UE ha raggiunto il suo obiettivo di stoccaggio del 90 per cento con tre mesi di anticipo. Sebbene ciò implichi che i rischi per l'offerta rimangono limitati nel breve termine, essi non possono essere del tutto esclusi perché potrebbero verificarsi interruzioni dell'approvvigionamento per un periodo prolungato. In generale, il mercato europeo del gas rimane molto sensibile alle strozzature dell'offerta, come illustrato di recente dalla volatilità dei prezzi causata da interruzioni e scioperi.

Le condizioni finanziarie internazionali hanno fatto registrare un lieve inasprimento sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.

Negli Stati Uniti il modesto inasprimento delle condizioni finanziarie ha rispecchiato principalmente un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e un apprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale del dollaro statunitense, in parte compensato da una propensione al rischio favorevole nel mercato interno delle obbligazioni societarie. Tali andamenti si sono verificati in un contesto caratterizzato

da sorprese positive nell'andamento macroeconomico e da un ulteriore allentamento delle pressioni inflazionistiche. Le condizioni finanziarie si sono inasprite lievemente anche in altre economie avanzate ed emergenti, perlopiù in ragione dei più elevati tassi di interesse a lungo termine. Nei mercati emergenti, anche le valute nazionali più deboli rispetto al dollaro statunitense hanno contribuito in qualche misura all'inasprimento delle condizioni finanziarie, giacché aumenti precoci e aggressivi dei tassi di interesse in alcuni paesi hanno consentito alle rispettive banche centrali di arrestare l'aumento e, in alcuni casi, ridurre i tassi di interesse di riferimento, mentre i differenziali di rendimento dei titoli sovrani e le valutazioni azionarie sono rimasti stabili.

Negli Stati Uniti, l'attività economica ha mostrato capacità di tenuta, sebbene sia attesa una moderazione verso la fine dell'anno, a fronte dell'inasprimento della politica monetaria che pone vincoli all'attività.

I dati recenti sulla spesa delle famiglie e sull'attività nel settore dei servizi indicano che la crescita del PIL si manterrà vigorosa nel terzo trimestre. Nondimeno, è attesa una lieve moderazione della crescita dei consumi da parte delle famiglie nel contesto di un allentamento delle condizioni del mercato del lavoro. Gli standard di credito più restrittivi dovrebbero gravare sugli investimenti, determinando una crescita positiva ma al di sotto del PIL potenziale nel periodo 2024-2025. Secondo le proiezioni, nel 2025 dovrebbe osservarsi una moderata ripresa della crescita del PIL in termini reali. A luglio, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC ha registrato un lieve aumento, al 3,2 per cento, rispetto al 3,0 di giugno, a causa di un minore contributo disinflazionistico fornito dalla componente energetica. Nello stesso mese, l'inflazione di fondo è scesa solo lievemente al 4,7 per cento (dal 4,8 per cento di giugno) in presenza di un protratto calo dell'inflazione relativa ai beni, mentre tra i servizi la ripresa dell'inflazione di quelli di trasporto e ricreativi compensa in parte il calo in corso dell'inflazione dei servizi di alloggio. L'inflazione complessiva dovrebbe diminuire, nonostante il calo della crescita salariale, per quanto ancora robusta, che esercita persistenti pressioni al rialzo sull'inflazione relativa ai servizi non abitativi.

In Cina la crescita ha subito una netta perdita di slancio nel secondo trimestre.

Dopo aver segnato un forte recupero nel primo trimestre del 2023, a seguito dell'allentamento delle misure di contenimento legate al COVID-19, la dinamica della crescita ha subito un marcato rallentamento nel secondo trimestre, per effetto di una nuova contrazione del mercato dell'edilizia residenziale, che ha inciso anche sul clima di fiducia dei consumatori. Mentre l'attività dei consumi, soprattutto nel settore dei servizi, ha continuato a normalizzarsi, le esportazioni nette e gli investimenti privati sono stati più deboli di quanto previsto nelle proiezioni di giugno. Gli indicatori ad alta frequenza disponibili fino ad agosto segnalano una perdurante debolezza del mercato degli immobili residenziali e una moderazione della crescita nei servizi, ma una certa stabilizzazione dell'attività manifatturiera. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa in territorio negativo a luglio (-0,3 per cento sui dodici mesi), mentre l'inflazione di fondo misurata sull'IPC ha continuato a salire (+0,8 per cento sui dodici mesi), sospinta principalmente dai prezzi dei servizi. In termini mensili, sia l'inflazione complessiva sia quella di fondo sono lievemente aumentate, dopo i cali dei mesi precedenti. Ciò suggerisce che l'inflazione sui dodici

mesi potrebbe iniziare ad aumentare, anche se è probabile che la debolezza della domanda interna ed esterna limiti le pressioni inflazionistiche.

In Giappone l'economia ha registrato una crescita significativa nella prima metà del 2023, pur in presenza di dinamiche in evoluzione. Mentre la domanda interna è stata una determinante fondamentale della crescita nella prima parte dell'anno, il sorprendente vigore nella crescita del secondo trimestre è stato sostenuto quasi interamente dalle esportazioni nette, mentre la domanda interna ha ristagnato. In prospettiva, secondo le proiezioni l'attività economica dovrebbe continuare a seguire una traiettoria di crescita moderata. Se da un lato la domanda interna dovrebbe recuperare in certa misura nel terzo trimestre, dall'altro è probabile che la crescita rallenti rispetto alla prima metà dell'anno, di riflesso alla ripresa delle importazioni. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è rimasta invariata al 3,3 per cento a luglio, giacché il calo della componente energetica è stato compensato dall'aumento dell'inflazione dei beni alimentari e delle spese per alloggi e telefonia mobile. Nello stesso mese l'inflazione di fondo è aumentata lievemente, dal 2,6 al 2,7 per cento, di riflesso alla dinamica di fondo dei prezzi delle imprese. L'inflazione complessiva dovrebbe moderarsi nella seconda metà di quest'anno con l'attenuarsi delle pressioni sui costi, in linea con il recente rallentamento dell'inflazione dei prezzi alla produzione e con il calo dei prezzi all'importazione.

Nel Regno Unito la crescita è stata modesta nell'ultimo anno in presenza di un'inflazione elevata e di un inasprimento delle condizioni di finanziamento, pur mostrando una certa capacità di tenuta. Anche la crescita dell'attività economica dovrebbe rimanere moderata nei prossimi trimestri, di riflesso a pressioni inflazionistiche più persistenti di quanto previsto nelle proiezioni di giugno, mentre anche famiglie e imprese devono far fronte a tassi di interesse più elevati a seguito dell'ulteriore inasprimento della politica monetaria. I dati delle indagini recenti hanno aggiunto rischi al ribasso per le prospettive a breve termine, con il PMI composito relativo al prodotto che è sceso di sei punti negli ultimi quattro mesi. Per il prossimo anno in base alle proiezioni si prevede un recupero dell'attività, sostenuto dalla ripresa dei salari reali a fronte del perdurante calo dell'inflazione. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa notevolmente al 6,8 per cento a luglio (dal 7,9 per cento di giugno), principalmente a causa della forte diminuzione delle bollette energetiche e del calo della componente alimentare. Allo stesso tempo, l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 6,9 per cento, a causa del livello persistentemente elevato di quella dei servizi. L'inflazione complessiva dovrebbe diminuire nel corso del tempo, raggiungendo l'obiettivo della Bank of England del 2 per cento all'inizio del 2025.

2 Attività economica

L'economia dell'area dell'euro ha mostrato un sostanziale ristagno nella prima metà dell'anno. Nel secondo trimestre del 2023 la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,1 per cento, come nel primo. Gli indicatori recenti ne rilevano la debolezza anche nel terzo trimestre. La minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro e l'impatto delle condizioni di finanziamento restrittive stanno frenando la crescita, anche mediante i più ridotti investimenti sia in edilizia residenziale sia da parte delle imprese. Il rallentamento dell'attività si sta estendendo a tutti i settori dell'economia. La produzione manifatturiera è in calo dal quarto trimestre del 2022 e ci si attende che rimanga debole, dato che il passato impulso alla produzione derivante dagli ordinativi arretrati sta diminuendo e i nuovi ordinativi rimangono modesti. L'attività nel settore dei servizi, che aveva evidenziato una maggiore capacità di tenuta, all'inizio del terzo trimestre ha mostrato chiari segnali di rallentamento, suggerendo che lo stimolo alla domanda di servizi successivo alla pandemia potrebbe essere in via di esaurimento. Nel corso del tempo la dinamica economica dovrebbe intensificarsi con l'aumento atteso dei redditi reali, sostenuti dal calo dell'inflazione, dall'incremento delle retribuzioni e dal vigore del mercato del lavoro; ciò dovrebbe consolidare la spesa per consumi.

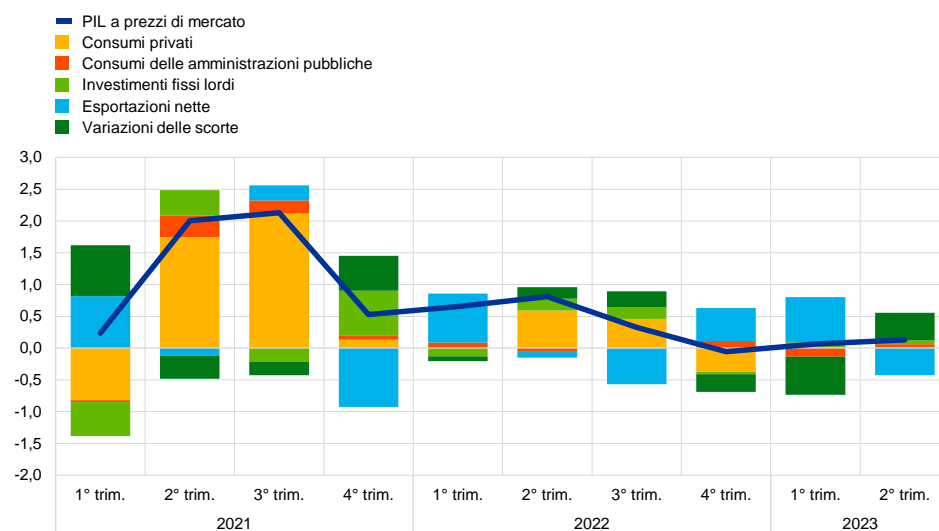
Tale prospettiva trova sostanziale riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE, secondo le quali la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenterebbe allo 0,7 per cento nell'anno in corso, per poi risalire all'1,0 per cento nel 2024 e all'1,5 per cento nel 2025. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2023, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso sull'intero orizzonte di proiezione, di 0,2 punti percentuali per il 2023, 0,5 punti percentuali per il 2024 e 0,1 punti percentuali per il 2025. I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso.

Nel secondo trimestre del 2023 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,1 per cento, evidenziando ampie differenze tra paesi. I contributi positivi offerti dall'accumulo delle scorte e, in misura minore, dalla domanda interna sono stati in parte controbilanciati dall'apporto negativo dell'interscambio netto (cfr. il grafico 4). Questa modesta crescita dell'attività riflette dinamiche eterogenee nei vari settori: nei servizi ha segnato un'espansione, diminuendo invece nei comparti manifatturiero e delle costruzioni. Ha inoltre celato notevoli divergenze tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, riflettendo la diversa misura in cui questi hanno risentito del rallentamento del commercio mondiale di beni e della ripresa del settore dei servizi a elevata intensità di contatti. Rispetto al trimestre precedente il PIL è aumentato dello 0,5 per cento in Francia e dello 0,4 in Spagna, permanendo invariato in Germania e diminuendo dello 0,4 per cento in Italia e dello 0,3 nei Paesi Bassi.

Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

Nel terzo trimestre del 2023 l'attività dovrebbe confermarsi debole. I dati più recenti desunti dalle indagini segnalano una crescita economica modesta nel terzo trimestre del 2023, determinata non solo dalla perdurante debolezza dell'attività manifatturiera, ma anche da un rallentamento dei servizi, che avevano precedentemente mostrato una buona tenuta. A luglio e ad agosto l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro ha continuato a portarsi ulteriormente al di sotto della soglia di crescita pari a 50. L'indice PMI per il settore manifatturiero ha continuato a evidenziare una contrazione, giacché il sostegno fornito dal miglioramento delle condizioni lungo le catene di approvvigionamento ha esaurito i propri effetti, gli arretrati di lavoro si stanno riducendo e i nuovi ordinativi sono in calo (cfr. il pannello a) del grafico 5). Tuttavia, negli ultimi mesi la debolezza si è estesa al settore dei servizi: ad agosto il PMI relativo all'attività del comparto è sceso al di sotto della soglia di crescita nulla (cfr. il pannello b) del grafico 5). Tale risultato riflette il venir meno dell'impatto sulla domanda di servizi proveniente dalla riapertura delle attività economiche dopo la pandemia, che fino a poco tempo fa è stato una causa significativa del differenziale di crescita tra il comparto manifatturiero e quello dei servizi a elevata intensità di contatti⁴. L'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) è ulteriormente sceso ad agosto nei vari settori, segnalando un chiaro indebolimento delle dinamiche di crescita nel terzo trimestre. Nello stesso mese il clima di fiducia dei consumatori è lievemente peggiorato, interrompendo la ripresa avviata a fine 2022 e collocandosi ben al di sotto della propria media di lungo periodo. Ciò suggerisce prospettive deboli per la domanda interna. Nel complesso, i recenti indicatori suggeriscono la

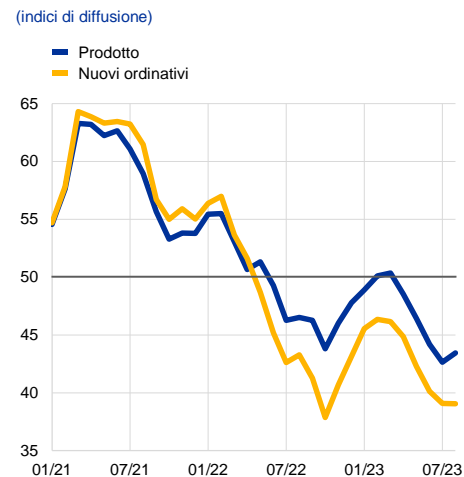
⁴ Per un'analisi degli effetti delle riaperture e della dispersione dell'attività economica tra i vari paesi e settori, cfr. il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori* in questo numero del Bollettino.

persistente debolezza della crescita del PIL nel terzo trimestre, in quanto ci si attende che la domanda estera modesta e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento gravino sull'espansione economica dell'area dell'euro.

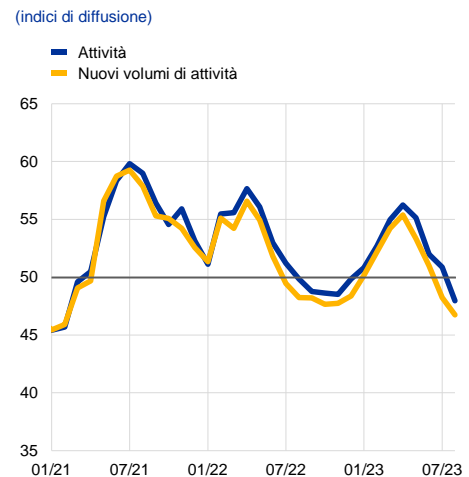
Grafico 5

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

a) Settore manifatturiero



b) Servizi



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023.

Il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare una buona tenuta nel secondo trimestre, ma la crescita dell'occupazione ha rallentato, in un contesto di indebolimento dell'attività economica.

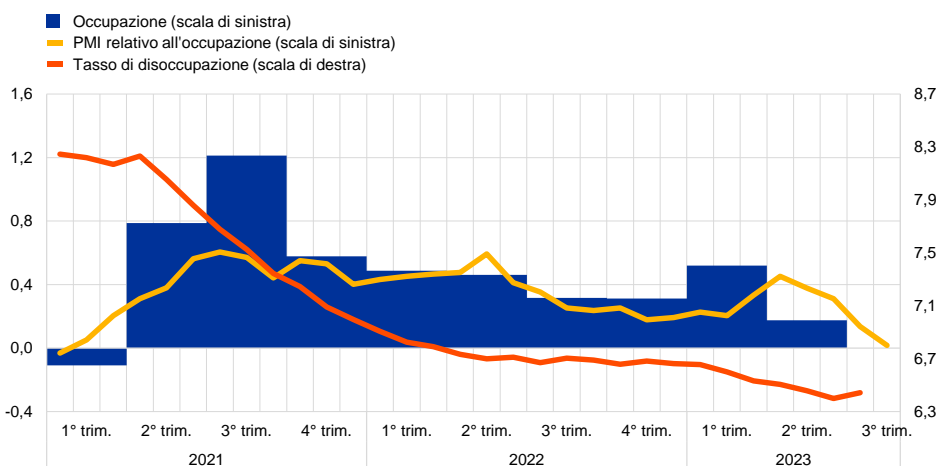
Nel secondo trimestre del 2023 l'occupazione e il totale delle ore lavorate sono aumentati dello 0,2 per cento, crescendo rispettivamente del 3,3 e dell'1,9 per cento dal quarto trimestre del 2019 (cfr. il grafico 6). Ciò ha comportato un calo delle ore lavorate per addetto dell'1,4 per cento, legato all'accumulo di manodopera (la parte dell'input di lavoro che non viene pienamente utilizzata da un'impresa durante il suo processo produttivo a un dato momento) attualmente in corso, nonché ad altri fattori. Si stima che le forze di lavoro potenziali siano aumentate di circa 600.000 unità tra gennaio e luglio, ma la crescita è rallentata a partire da aprile⁵. A luglio il tasso di disoccupazione era pari al 6,4 per cento, sostanzialmente invariato rispetto a giugno e stabile sul livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro si conferma solida, con il tasso di posti vacanti sostanzialmente stabile al 3,0 per cento, 0,2 punti percentuali al di sotto del livello più alto dell'intera serie storica.

⁵ Per un'analisi dei recenti andamenti delle forze di lavoro e delle sue determinanti, cfr. il riquadro 3 *Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti* in questo numero del Bollettino.

Grafico 6

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per l'occupazione, ad agosto 2023 per il PMI relativo all'occupazione e a luglio 2023 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono un ulteriore rallentamento della dinamica dell'occupazione nel terzo trimestre del 2023.

Ad agosto l'indicatore mensile PMI composito relativo all'occupazione è sceso a 50,2, da 51,4 a luglio; un valore inferiore alla soglia di 50 indica un calo dell'occupazione. L'indicatore è diminuito in misura significativa a partire da aprile, quando aveva raggiunto 54,5. Il recente calo è stato più accentuato nel settore dei servizi, sebbene l'indice PMI permanga in territorio espansivo, mentre il comparto manifatturiero e quello delle costruzioni mostrano valori inferiori alla soglia di 50. Nei servizi si è osservata una flessione più marcata in quelli più strettamente connessi all'attività manifatturiera, quali i trasporti e i servizi professionali.

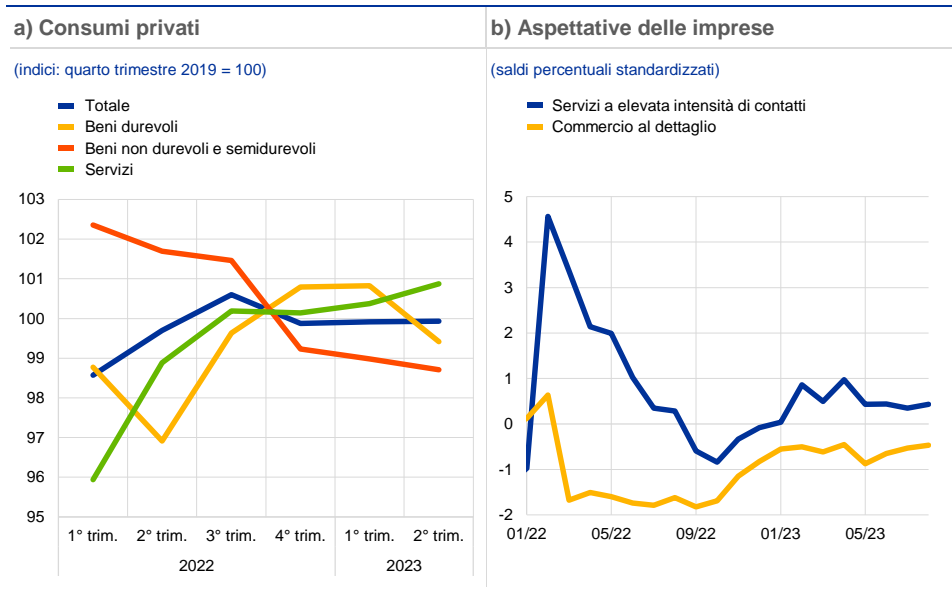
I consumi privati hanno evidenziato un ristagno nel secondo trimestre del 2023, in quanto il protratto calo della spesa per beni ha controbilanciato la domanda ancora positiva di servizi (cfr. il pannello a) del grafico 7).

Rispetto al periodo precedente, nel secondo trimestre del 2023 le vendite al dettaglio sono aumentate di appena lo 0,1 per cento, prima di scendere allo 0,2 per cento a luglio, mentre le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite dello 0,5 per cento, salendo tuttavia del 3,7 per cento a luglio. In contrasto con il calo della spesa per beni, in particolare per beni durevoli e alimentari, i consumi di servizi da parte delle famiglie sono aumentati dello 0,5 per cento nel secondo trimestre, beneficiando ancora degli effetti persistenti determinati dalla riapertura delle attività economiche⁶.

⁶ Cfr. anche il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori*, op.cit.

Grafico 7

Indicatori dei consumi privati in termini reali



Fonti: Eurostat, Commissione europea (Direzione generale degli Affari economici e finanziari) ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i livelli delle componenti dei consumi (concetto interno) sono riproporzionati in modo da corrispondere al livello del totale dei consumi privati (concetto nazionale). Nel pannello b) le aspettative relative alla domanda di servizi a elevata intensità di contatti nei tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 2005-2019, mentre quelle per la situazione del commercio al dettaglio nei tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 1985-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per il pannello a) e ad agosto 2023 per il pannello b).

Sebbene le indagini suggeriscano una perdurante debolezza della spesa per beni, la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti non è stata ancora corretta al ribasso. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è sceso ad agosto, interrompendo la ripresa avviata alla fine del 2022, ed è rimasto al di sotto della propria media di lungo periodo. Ciò riflette un peggioramento delle attese circa le prospettive economiche generali e le condizioni finanziarie delle famiglie. Allo stesso tempo, gli indicatori della Commissione sulle aspettative relative agli acquisti rilevanti da parte dei consumatori e alla situazione del commercio al dettaglio sono rimasti modesti. Per contro, la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti non aveva ancora registrato alcuna correzione al ribasso a partire da maggio 2023, continuando a collocarsi, ad agosto, al di sopra della propria media storica (cfr. il pannello b) del grafico 7). In modo analogo, l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta a luglio dalla BCE ha evidenziato un calo degli acquisti attesi di elettrodomestici e di altri beni di importo rilevante, segnalando così una protratta debolezza della spesa per beni durevoli, ma una persistente capacità di tenuta della domanda attesa di prenotazioni per le vacanze. Verosimilmente la trasmissione all'economia reale delle più rigide condizioni di finanziamento limiterebbe la richiesta di prestiti da parte delle famiglie, mantenendo inoltre elevati gli incentivi al risparmio e modesta la crescita della spesa per consumi nel breve periodo.

La crescita degli investimenti delle imprese ha subito un marcato rallentamento nel secondo trimestre del 2023 e dovrebbe segnare una contrazione nel terzo. Al netto dei dati volatili relativi ai prodotti di proprietà intellettuale (PPI) irlandesi, nell'area dell'euro gli investimenti in beni diversi dalle

costruzioni hanno subito un forte rallentamento nel secondo trimestre (scendendo allo 0,4 per cento sul periodo precedente, a fronte dell'1,2 per cento registrato nel primo trimestre)⁷. Il rallentamento è stato piuttosto diffuso tra i vari paesi, mostrando tuttavia maggiori differenze tra le varie classi di attività: gli investimenti in beni di trasporto hanno segnato una ripresa, i PPI sono cresciuti raggiungendo la propria media di lungo periodo e gli investimenti in macchinari e attrezzature non connessi ai trasporti hanno registrato una modesta contrazione (cfr. il grafico 8)⁸. L'indicatore PMI relativo al prodotto per il settore dei beni di investimento è ulteriormente sceso in territorio negativo ad agosto, in un contesto di perdurante calo sia dei nuovi ordinativi sia di quelli inevasi. Il clima di fiducia continua a deteriorarsi e l'ultima indagine della Commissione europea mostra che un quarto delle imprese che producono beni di investimento attualmente segnala la carenza di domanda come fattore che limita la produzione. Le prospettive restano molto incerte. Gli annunci degli utili ad agosto suggeriscono una ripresa in atto dallo scorso autunno del clima di fiducia relativo ai profitti (che tende a ricalcare in misura ragionevolmente valida il margine operativo lordo delle imprese, sebbene entrambi gli indicatori mostrino con ritardo le dinamiche più recenti), mentre il perdurante fabbisogno di investimenti verdi e digitali, attratti dai fondi del Next Generation EU, e l'elevata carenza di manodopera in alcuni settori offrono ulteriori incentivi a investire⁹. Gli ostacoli agli investimenti, tuttavia, si confermano significativi, in un contesto caratterizzato da un rallentamento mondiale e da un peggioramento delle condizioni del credito¹⁰. Gli annunci degli utili mostrano che la propensione al rischio finanziario permane su un livello senza precedenti, mentre l'indagine mondiale di S&P sulle prospettive delle imprese (S&P Global Business Outlook Survey), condotta tre volte l'anno, suggerisce un calo degli investimenti nei prossimi dodici mesi, riflettendo il peggioramento delle aspettative concernenti l'attività e la redditività futura.

⁷ Il dato complessivo è aumentato dello 0,7 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre, dopo essersi ridotto dello 0,2 per cento nel primo, per effetto della forte volatilità osservata per i dati dei PPI irlandesi all'interno del trimestre. Per maggiori dettagli sull'impatto di più lungo periodo di questa volatilità, cfr. il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

⁸ Dei sei paesi dell'area dell'euro che hanno segnalato un'accelerazione nel secondo trimestre, soltanto la Francia non ha semplicemente segnato un miglioramento rispetto a una contrazione nel primo trimestre.

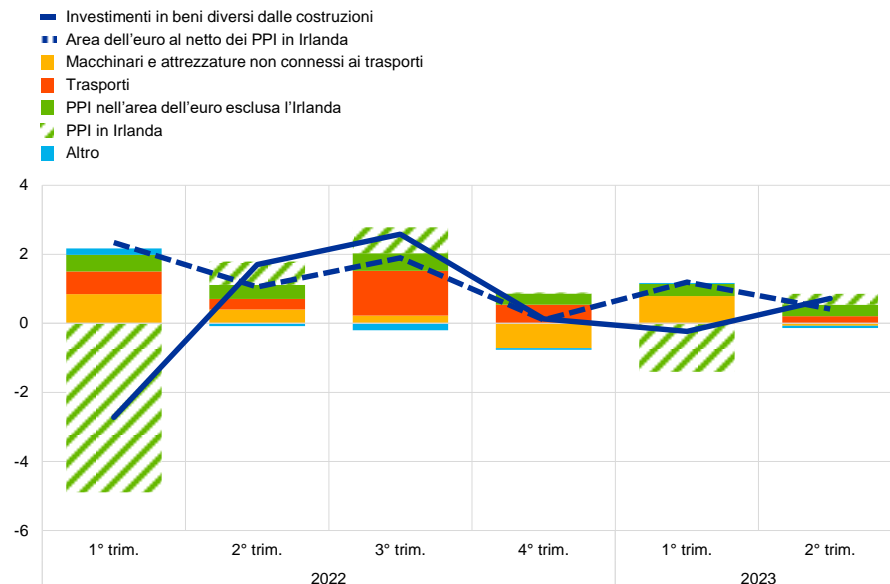
⁹ Per maggiori dettagli sulla metodologia dei dati relativi agli annunci degli utili, cfr. il riquadro 2 *Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese* nel numero 4/2023 di questo Bollettino. Riguardo all'impatto dei cambiamenti climatici sugli investimenti, cfr. anche il riquadro 5 *Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE* in questo numero del Bollettino.

¹⁰ L'indagine sul credito bancario di luglio ha previsto un'ulteriore flessione della domanda di prestiti a lungo termine da parte delle imprese per investimenti fissi nel terzo e nel quarto trimestre del 2023, mentre le ultime proiezioni per l'area dell'euro prevedono maggiori effetti frenanti sugli investimenti delle imprese dovuti ai più elevati tassi di interesse e alle connesse restrizioni all'offerta di credito (cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023* pubblicate sul sito Internet della BCE il 14 settembre 2023).

Grafico 8

Investimenti in beni diversi dalle costruzioni e contributi per classi di attività

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per "PPI" si intendono i prodotti (principalmente immateriali) di proprietà intellettuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

Dopo il calo registrato nel secondo trimestre del 2023, è probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale subiscano un'ulteriore contrazione nel breve periodo. Su base trimestrale gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,0 per cento nel secondo trimestre del 2023, dopo essere aumentati dello 0,8 per cento nel primo. Gli indicatori di breve periodo segnalano ulteriori flessioni nei trimestri a venire. A giugno il prodotto nel settore delle costruzioni si è significativamente ridotto, determinando un effetto di trascinamento negativo sulla crescita nel terzo trimestre. Inoltre, a luglio e ad agosto l'indicatore della Commissione europea relativo all'andamento dell'attività edilizia negli ultimi tre mesi è sceso ben al di sotto della propria media del secondo trimestre, mentre ad agosto il PMI relativo al prodotto nel settore degli immobili residenziali si è ulteriormente portato al di sotto della soglia di crescita, riducendosi a 35,7, il livello più basso dell'anno in corso. Le deboli prospettive per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono in linea con la marcata tendenza al ribasso delle concessioni, che trova riscontri crescenti anche nella peggiore valutazione degli ordinativi espressa dalle imprese nell'indagine della Commissione europea. Il clima di fiducia nel settore, misurato dall'indagine trimestrale della Commissione europea sulle intenzioni a breve termine delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione, è lievemente peggiorato nel terzo trimestre del 2023. Il clima negativo è principalmente ascrivibile al significativo aumento dei tassi di interesse e al relativo impatto avverso sull'accessibilità finanziaria delle abitazioni, sebbene ciò sia in qualche misura compensato dalla flessione dei prezzi delle abitazioni. Il calo dell'accessibilità economica delle abitazioni, insieme all'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti per il loro acquisto applicati dalle banche, sta gravando sulla dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale.

La crescita delle esportazioni è rimasta modesta nel secondo trimestre, riflettendo la debolezza della domanda mondiale, il precedente apprezzamento dell'euro e gli elevati prezzi dell'energia.

Nel secondo trimestre la crescita dei volumi delle esportazioni è stata negativa, poiché la debolezza del commercio mondiale ha frenato la domanda estera di beni dell'area dell'euro. Inoltre, l'apprezzamento dell'euro, iniziato a settembre 2022, ha svigorito la competitività dell'area e l'aumento dei prezzi dell'energia verificatosi nello stesso anno ha contribuito alla debolezza delle esportazioni, soprattutto nei settori a elevata intensità energetica. Al tempo stesso, la riduzione degli ordini arretrati osservata nei trimestri precedenti sembra stia esaurendo i propri effetti quale importante fattore a sostegno delle esportazioni, in quanto gli ordinativi dall'estero sono tornati ai livelli precedenti la pandemia. La crescita delle importazioni è diventata lievemente positiva nel secondo trimestre, riflettendo in larga misura una ripresa dopo il netto calo segnato nel primo. Su base annua, tuttavia, le importazioni sono diminuite in un contesto di debolezza della domanda interna. Nel complesso l'interscambio netto ha apportato un contributo negativo alla crescita del PIL nel secondo trimestre. Gli indicatori anticipatori segnalano una perdurante debolezza a breve termine dei volumi delle esportazioni dell'area dell'euro. Il relativo vigore delle esportazioni di servizi osservato finora sembra in via di esaurimento, giacché gli esportatori di questo settore hanno segnalato una riduzione degli ordinativi. Ciò sembra riflettere sia un rallentamento della domanda repressa di servizi seguita alla riapertura dei servizi a elevata intensità di contatti dopo la pandemia, sia alcuni effetti di propagazione derivanti dalla debolezza del settore manifatturiero, in cui gli esportatori hanno segnalato un ulteriore calo dei nuovi ordinativi.

Oltre il breve termine ci si attende una ripresa dell'attività nell'area dell'euro, sostenuta da un aumento dei redditi reali. L'espansione del PIL dovrebbe rafforzarsi, sostenuta dall'attenuazione delle pressioni inflazionistiche e dalla tenuta della crescita dei redditi da lavoro, che consentirebbero una ripresa del reddito disponibile reale e dei consumi privati. Tuttavia, l'impatto di questi fattori positivi dovrebbe essere controbilanciato dagli effetti dei tassi di interesse più elevati e delle condizioni più restrittive di offerta del credito che si trasmetteranno in maniera crescente all'economia reale.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE, la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenterebbe allo 0,7 per cento nell'anno in corso, per poi risalire all'1,0 per cento nel 2024 e all'1,5 per cento nel 2025 (cfr. il grafico 9). Nel confronto con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2023, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso di 0,2, 0,5 e 0,1 punti percentuali, rispettivamente per il 2023, il 2024 e il 2025, riflettendo il considerevole indebolimento delle prospettive a breve termine conseguente a un deterioramento degli indicatori congiunturali, all'inasprirsi delle condizioni di finanziamento (compresi effetti più negativi sull'offerta di credito) e al rafforzamento del tasso di cambio dell'euro.

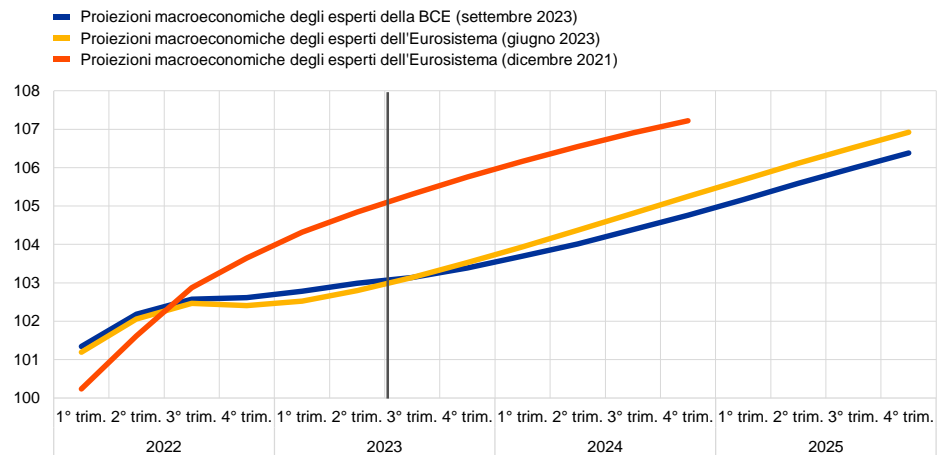
I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso. L'espansione economica potrebbe risultare più lenta se gli effetti della politica monetaria saranno più intensi delle attese o in caso di indebolimento dell'economia mondiale, ad

esempio per effetto di un'ulteriore decelerazione della Cina. 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 riacquisteranno fiducia e aumenteranno i consumi.

Grafico 9

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

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



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023*.
 Nota: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione.

3 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto 2023 l'inflazione si è collocata al 5,3 per cento, un valore identico a quello del mese di luglio¹¹. La stabilità dell'inflazione complessiva ad agosto ha reso meno evidenti i tassi di variazione più bassi registrati per tutte le principali componenti ad eccezione dell'inflazione dei beni energetici, che è risultata meno negativa rispetto al mese precedente. I rischi al rialzo per l'inflazione includono possibili nuove pressioni verso l'alto sui costi dei beni energetici e alimentari. Le condizioni meteorologiche avverse, e l'evoluzione della crisi climatica più in generale, potrebbero far crescere i prezzi dei beni alimentari più delle attese. Gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno continuato a diminuire, ma sono rimasti su livelli elevati che riflettono, tra l'altro, le forti pressioni salariali. Oltre a ciò, 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 anticipato, potrebbero spingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva prosegua il proprio percorso discendente, attestandosi in media al 5,6 per cento nel 2023, al 3,2 nel 2024 e al 2,1 nel 2025.

Dopo essere scesa progressivamente per nove mesi a seguito del massimo raggiunto a ottobre 2022, ad agosto 2023 l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta invariata (cfr. il grafico 10).

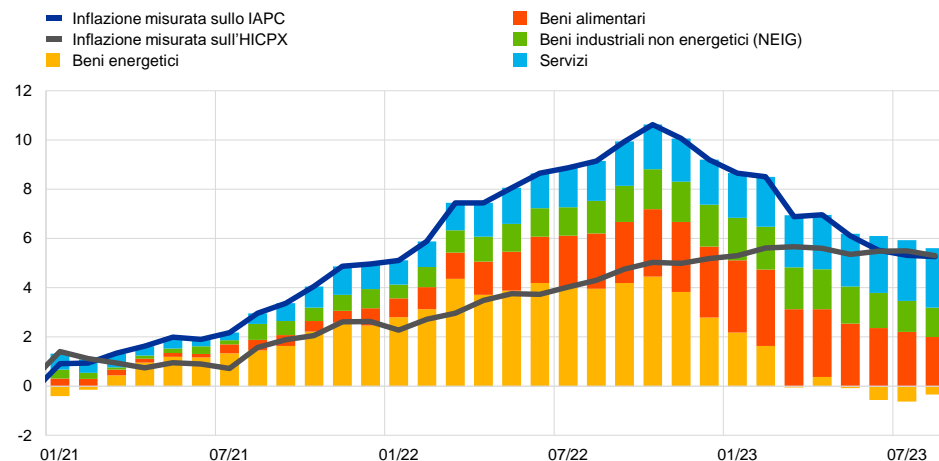
Il tasso di inflazione complessivo, invariato e pari al 5,3 per cento, è dovuto al tasso di variazione dei prezzi dei beni energetici meno negativo che ha compensato i minori tassi di inflazione dei beni alimentari, dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) e dei servizi. L'aumento dell'inflazione dei beni energetici dal -6,1 per cento di luglio al -3,3 registrato ad agosto riflette un forte incremento sul mese precedente dovuto al rincaro del petrolio e, di conseguenza, dei carburanti. L'inflazione dei beni alimentari ha continuato a decrescere, passando dal 10,8 per cento osservato a luglio al 9,8 di agosto, per effetto dei minori tassi dei beni alimentari sia freschi sia trasformati. Tuttavia, ad agosto l'inflazione dei beni alimentari trasformati è rimasta a due cifre (10,4 per cento), giacché la recente attenuazione delle pressioni inflazionistiche non è ancora visibile sui prezzi al dettaglio. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa al 5,3 per cento ad agosto, dal 5,5 di luglio, a causa di un lieve calo di entrambe le sue principali componenti, i beni industriali non energetici e i servizi. L'inflazione dei beni industriali non energetici si è ridotta ulteriormente, dal 5,0 per cento di luglio al 4,8 di agosto, riflettendo l'attenuazione delle precedenti pressioni inflazionistiche derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta e dai prezzi dell'energia, come pure l'indebolimento della domanda. Nel complesso, l'inflazione relativa ai servizi è rimasta più persistente, portandosi al 5,4 per cento a giugno, al 5,6 a luglio e al 5,5 ad agosto. Ciò è stato probabilmente favorito dalle componenti legate al settore dei viaggi e a quello ricettivo e dalla forte crescita dei salari.

¹¹ Nella stima finale dell'Eurostat, il tasso di inflazione complessivo relativo ad agosto è stato rivisto al ribasso al 5,2 per cento dopo la data di ultimo aggiornamento.

Grafico 10

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

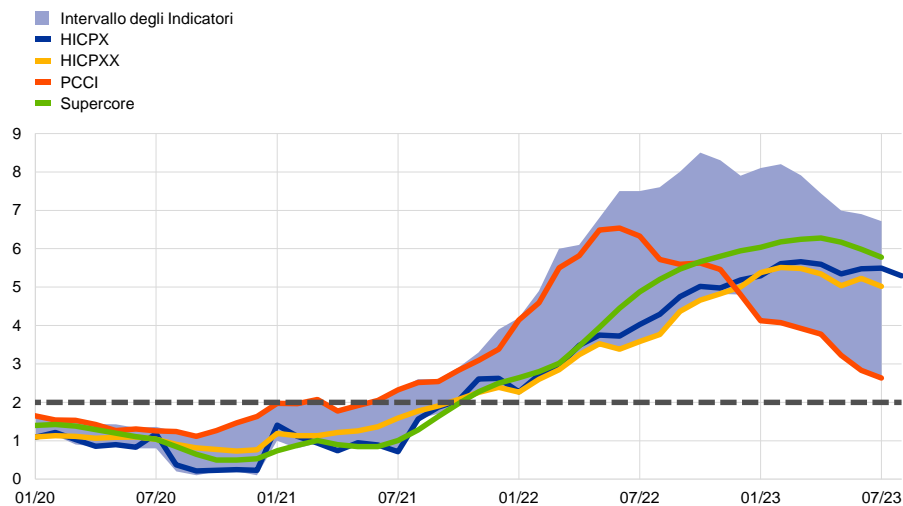
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023 (stime preliminari).

Pur rimanendo complessivamente elevati, la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha continuato a diminuire, riflettendo l'esaurirsi degli effetti dei precedenti shock sui costi dell'energia e sulle catene di approvvigionamento, nonché gli squilibri tra domanda e offerta (cfr. il grafico 11). Mentre per agosto è disponibile l'inflazione misurata sullo HICPX, gli ultimi dati disponibili per altri indicatori dell'inflazione di fondo si riferiscono a luglio, mese in cui la maggior parte degli indicatori ha mostrato una flessione dei relativi tassi di crescita sui dodici mesi. L'indicatore Supercore, che comprende le componenti dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso dal 6,0 per cento di giugno al 5,8 di luglio, mentre la misura della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli è diminuita dal 2,8 al 2,6 per cento. Sebbene gli indicatori siano per lo più in calo, permane una forte incertezza circa la dinamica dell'inflazione di fondo, come si evince dall'ampia eterogeneità delle misure e dai loro livelli elevati.

Grafico 11

Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

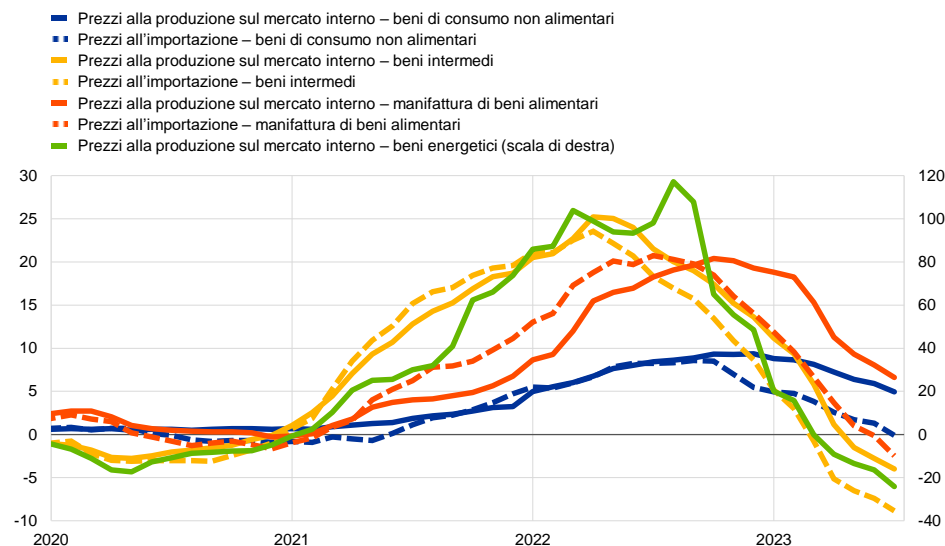
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, HICPX, IAPC al netto di beni energetici, alimentari, componenti legate ai viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento, PCCI e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023 (stima preliminare) per l'HICPX e a luglio 2023 per le voci rimanenti.

Le spinte inflazionistiche hanno continuato a perdere intensità con l'ulteriore venir meno degli effetti cumulati degli shock pregressi sui prezzi (cfr. il grafico 12). Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, a luglio le pressioni sui prezzi hanno continuato a diminuire notevolmente. Per quanto riguarda i beni intermedi, l'inflazione alla produzione sul mercato interno è negativa da maggio ed è scesa al -4,0 per cento a luglio, in calo dal -2,8 per cento registrato a giugno, mentre i prezzi all'importazione per la stessa categoria di beni sono diminuiti, portandosi al -8,9 per cento. L'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da aprile, si è notevolmente ridotta a luglio, attestandosi al -24,3 per cento dal -16,5 di giugno, di riflesso al venir meno degli effetti degli shock pregressi sui prezzi dell'energia. Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è scesa al 5,0 per cento a luglio, confermando il graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche accumulate per quanto riguarda i beni di consumo. Lo stesso vale per le spinte inflazionistiche nel segmento dei beni di consumo alimentari, in cui l'inflazione alla produzione è scesa ulteriormente a luglio, pur rimanendo su un livello elevato, pari al 6,6 per cento. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per tali categorie è diminuito ancora, in territorio negativo. I movimenti del tasso di cambio dell'euro negli ultimi mesi continuano a incidere sull'entità e sulla dinamica dei prezzi all'importazione, con il recente rafforzamento che ha contribuito ad allentare le pressioni sui prezzi.

Grafico 12

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

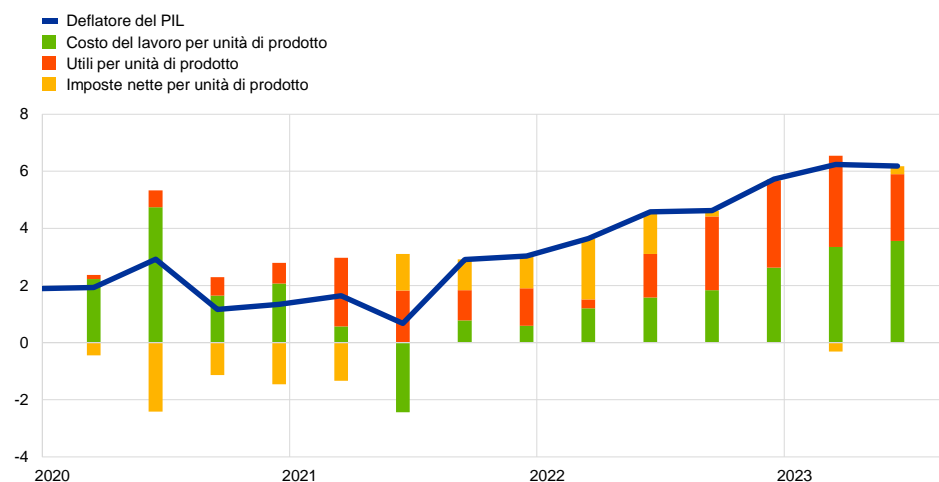
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2023.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono rimaste invariate nel secondo trimestre del 2023, dato che l'incremento dei contributi offerti dal costo del lavoro è stato compensato dal calo dei contributi derivanti dai profitti (cfr. il grafico 13). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL si è collocato al 6,2 per cento nel secondo trimestre del 2023, invariato rispetto al trimestre precedente. Il contributo dei profitti unitari al deflatore del PIL è sceso a 2,3 punti percentuali, da 3,2 nel trimestre precedente, compensando il maggiore contributo del costo del lavoro per unità di prodotto, salito a 3,6 punti percentuali dai 3,3 del trimestre precedente, e delle imposte per unità di prodotto (al netto dei sussidi). L'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto è stato determinato da una più negativa crescita della produttività del lavoro sui dodici mesi, mentre la crescita sui dodici mesi dei redditi per occupato è rimasta invariata al 5,5 per cento. Anche la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta sostanzialmente stabile nel secondo trimestre del 2023, collocandosi al 4,3 per cento dal 4,4 del trimestre precedente. Le informazioni prospettive desunte dalle trattative salariali concluse di recente non mostrano ancora segnali evidenti di un'inversione di tendenza nella crescita delle retribuzioni.

Grafico 13

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023. Sia il reddito per occupato sia la produttività del lavoro contribuiscono alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini, nonché le misure della compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati corrette per i premi per il rischio, si sono mantenute intorno al 2 per cento. Sia secondo l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE e relativa al terzo trimestre del 2023, sia nell'edizione di settembre 2023 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) la mediana delle aspettative a più lungo termine ha raggiunto il 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono aumentate su tutte le scadenze nel periodo in esame, poiché i rincari dei beni energetici e la persistenza dell'inflazione di fondo hanno indotto gli operatori di mercato a rivedere al rialzo le proprie prospettive di inflazione (cfr. il grafico 14). Questi fattori sono stati tuttavia parzialmente controbilanciati da prospettive di crescita peggiori del previsto per l'area dell'euro nell'ultima parte del periodo in esame. Nel complesso, il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è salito di circa 20 punti base, al 2,6 per cento. Nel segmento a più lungo termine, il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è aumentato di 15 punti base, portandosi intorno al 2,6 per cento, un livello lievemente inferiore al massimo pluriennale raggiunto agli inizi di agosto. I tassi swap indicizzati all'inflazione a più lungo termine dell'area dell'euro, pur seguendo un andamento simile a quello degli omologhi tassi di pareggio statunitensi, rimangono elevati in termini storici. Tuttavia, è importante notare che tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché queste misure includono premi volti a compensare i rischi di inflazione. Le stime basate su modelli indicano che i premi per il rischio di inflazione contribuiscono in misura significativa all'aumento dei tassi richiesti dal mercato per compensare l'inflazione sulle scadenze più brevi e in misura prevalente al corrispondente aumento sulle scadenze più

lunghe. Dal lato delle famiglie, secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a luglio 2023 le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il prossimo anno sono rimaste invariate al 3,4 per cento, mentre quelle su un orizzonte di tre anni sono salite dal 2,3 al 2,4 per cento. Pur essendo lievemente diminuite rispetto ai livelli massimi raggiunti, le misure dell'incertezza in materia di inflazione ricavate dall'indagine sulle aspettative dei consumatori rimangono ancora relativamente elevate.

Grafico 14

Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i tassi a termine degli swap indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro e il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per gli Stati Uniti. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 settembre 2023.

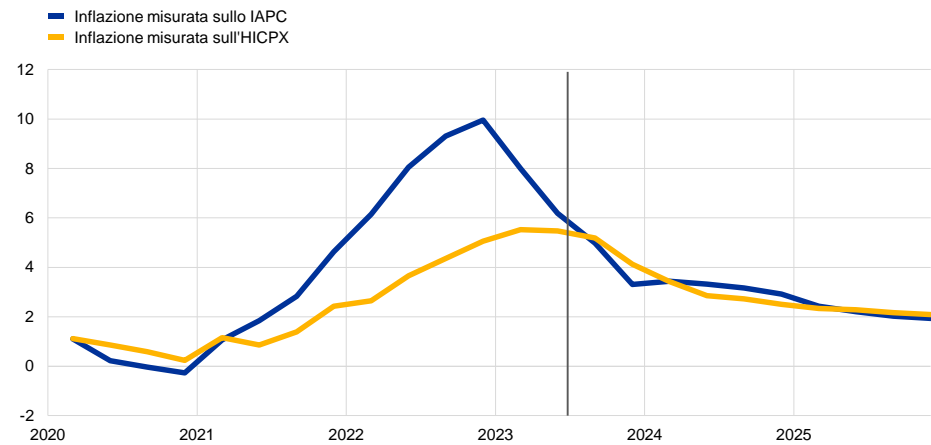
Le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva continuerà il suo percorso discendente, collocandosi, in media, al 5,6 per cento nel 2023, al 3,2 nel 2024 e al 2,1 nel 2025 (cfr. il grafico 15). Tale tendenza disinflazionistica verso l'obiettivo del 2 per cento riflette il venir meno degli effetti degli shock energetici pregressi e di altre spinte inflazionistiche, e il fatto che le aspettative di inflazione a più lungo termine restino ancorate. Il profilo risente anche inizialmente di forti effetti base al ribasso legati all'inflazione dei beni energetici e alimentari. Ci si attende che la crescita dei salari rallenti gradualmente a partire dalla metà del 2023 in poi, ma si manterrà elevata nell'arco di tempo considerato diventando la principale determinante dell'inflazione misurata sull'HICPX. La crescita salariale è sostenuta dagli aumenti dei salari minimi e dalla compensazione dell'inflazione, in un contesto di condizioni tese, ma in via di allentamento, nel mercato del lavoro. I margini di profitto, che si erano ampliati significativamente lo scorso anno, dovrebbero attenuare la trasmissione del costo del lavoro ai prezzi finali nel medio periodo. Inoltre, l'inasprimento della politica monetaria dovrebbe frenare sempre più l'inflazione di fondo. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno, le proiezioni relative all'inflazione complessiva sono state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali per il 2023 e il 2024, per effetto di una crescita più forte dei prezzi dell'energia, e riviste

al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2025 di riflesso agli effetti frenanti esercitati dall'apprezzamento dell'euro, dalle condizioni di finanziamento più restrittive e dall'indebolimento di quelle cicliche.

Grafico 15

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023*.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2025 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE sono state ultimate alla fine di agosto e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 22 agosto 2023. Le serie storiche e i dati effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale.

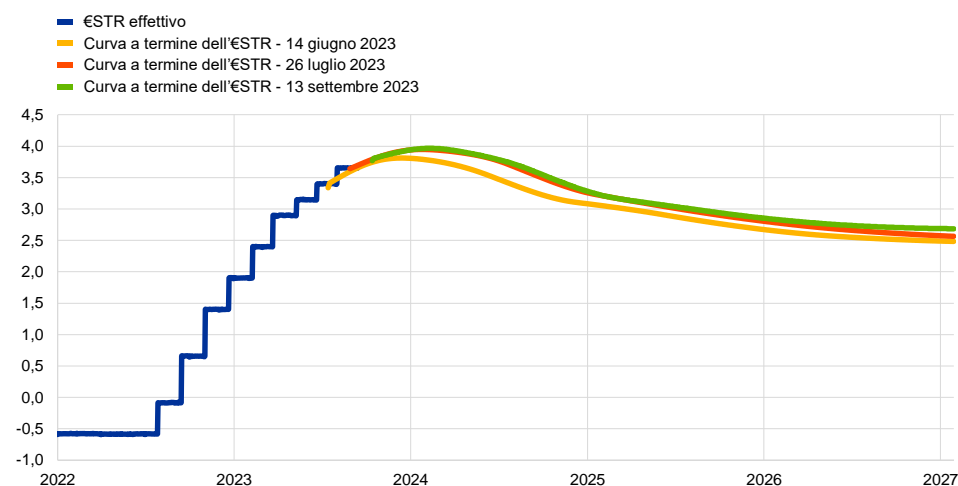
Alla fine del periodo di riferimento (dal 15 giugno al 13 settembre 2023) i mercati finanziari dell'area dell'euro presentavano nel complesso poche variazioni, dopo aver registrato alcune oscillazioni nel corso del periodo stesso. I tassi di interesse a breve termine dell'area dell'euro sono aumentati, in conseguenza del consolidamento delle aspettative di un inasprimento della politica monetaria, in un contesto caratterizzato da alcune pressioni al rialzo sulle prospettive di inflazione. Tali aspettative sui tassi di riferimento sono state mitigate da dati più moderati sull'economia reale interna e da un'attenuazione dello slancio espansivo dell'economia mondiale. Di conseguenza, alla fine del periodo in esame la curva a termine dello euro short-term rate (€STR) ha raggiunto un picco pari al 4,0 per cento nel primo trimestre del 2024, scontando pertanto un moderato ulteriore inasprimento della politica monetaria. I tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro hanno registrato un aumento parallelo, ma meno marcato, di quello delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, con i timori relativi alla crescita che hanno pesato sui rendimenti dei titoli di Stato. I differenziali dei titoli di Stato hanno mostrato capacità di tenuta rispetto alle sorprese macroeconomiche negative. Inoltre, l'annunciata fine dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a partire da luglio 2023 è stata assorbita senza difficoltà. I differenziali sulle obbligazioni di società non finanziarie di emittenti ad alto rendimento si sono ampliati lievemente, in linea con l'elevata esposizione di tali emittenti al ciclo economico. Gli indici generali del mercato azionario sono diminuiti nell'area dell'euro, giacché le più deboli prospettive circa gli utili hanno compresso i valori di borsa delle società non finanziarie (SNF), nonostante la ripresa dei corsi azionari bancari. Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio.

Al termine del periodo di riferimento il punto massimo raggiunto dalla curva a termine dell'€STR nel primo trimestre del 2024, circa il 4,0 per cento, era lievemente superiore rispetto all'inizio del periodo in esame, a metà giugno (cfr. il grafico 16). Durante il periodo in esame il tasso di riferimento €STR, in media, è stato pari al 3,5 per cento e ha seguito da vicino le variazioni del tasso sui depositi presso la banca centrale, che il Consiglio direttivo ha innalzato di 25 punti base (dal 3,25 al 3,5 per cento) nella riunione di politica monetaria del 15 giugno 2023 e di ulteriori 25 punti base (dal 3,5 al 3,75 per cento) nella riunione del 27 luglio. La liquidità in eccesso è diminuita di 463 miliardi di euro, portandosi a 3.681 miliardi, principalmente per effetto del rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). I tassi a termine del tasso OIS (overnight index swap), basati sull'€STR, sono aumentati per le scadenze a breve e a medio termine dopo la riunione di giugno, giacché gli operatori di mercato hanno rivisto al rialzo le proprie aspettative sui tassi di riferimento. Successivamente i tassi a termine sono lievemente diminuiti per effetto del deterioramento delle prospettive macroeconomiche interne e mondiali, ma sono nuovamente aumentati verso la fine del periodo in esame in concomitanza con l'ulteriore consolidamento delle aspettative di inasprimento della politica monetaria. La decisione adottata a luglio dal Consiglio direttivo di aumentare i tassi di riferimento e di fissare la remunerazione delle riserve obbligatorie allo 0 per cento non ha avuto effetti significativi sui tassi

a termine. Alla fine del periodo in esame il picco della curva a termine, pari a circa il 4,0 per cento nel primo trimestre del 2024, è stato raggiunto lievemente più tardi di quanto implicito nei tassi a termine a metà giugno. Le aspettative sui tassi di riferimento desunte dalla curva a termine sono sostanzialmente in linea con quelle ricavate dalle indagini.

Grafico 16 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



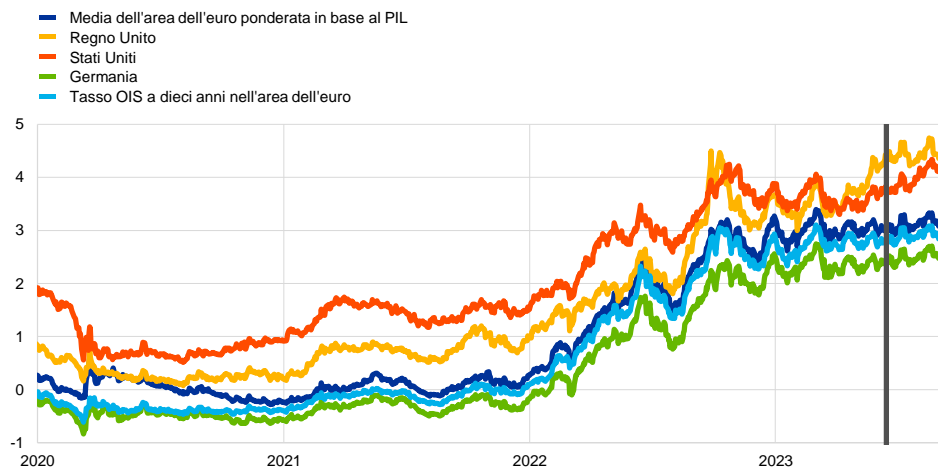
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

Nell'area dell'euro i tassi a lungo termine privi di rischio sono aumentati lievemente, rispecchiando solo in parte gli aumenti degli analoghi tassi statunitensi (cfr. il grafico 17). I tassi a lungo termine privi di rischio nell'area dell'euro hanno registrato un moderato incremento, con un aumento di 14 punti base del tasso OIS a dieci anni, che ha raggiunto circa il 3,0 per cento nel periodo in esame. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è cresciuto in misura simile, al 3,3 per cento. I tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro hanno seguito l'andamento delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, che sono aumentate in larga parte per effetto dei più elevati premi per il rischio di inflazione (cfr. la sezione 3). I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati in misura maggiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro per effetto di prospettive macroeconomiche più favorevoli. La divergenza delle prospettive macroeconomiche ha pesato sui tassi di interesse a lungo termine dell'area dell'euro, soprattutto nell'ultima parte del periodo in esame, giacché sorprese macroeconomiche negative hanno determinato una parziale inversione degli aumenti registrati in precedenza. Nel corso del periodo in rassegna l'inversione della curva dei rendimenti privi di rischio si è lievemente attenuata, pur rimanendo su livelli storicamente elevati.

Grafico 17

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

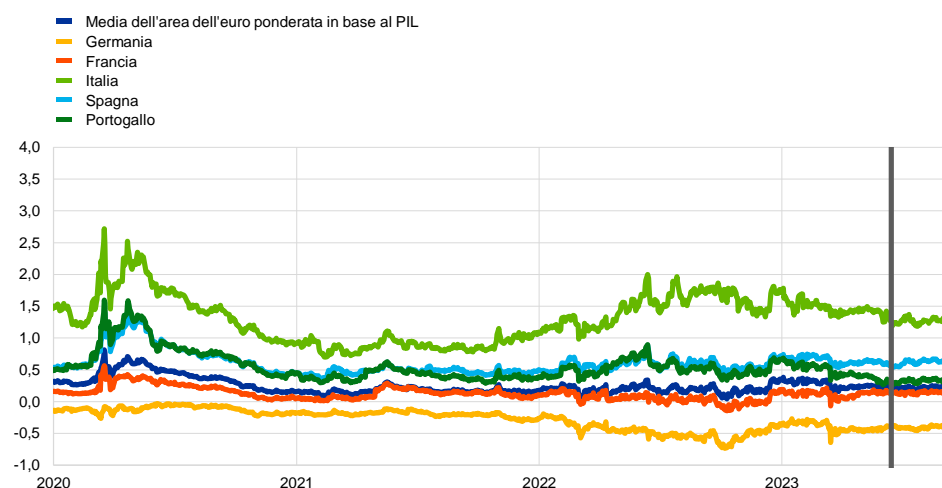
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 giugno 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 settembre 2023.

I differenziali sulle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro sono aumentati solo in misura modesta, nonostante l'indebolimento delle prospettive economiche e l'interruzione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA (cfr. il grafico 18). Il differenziale tra la media ponderata per il PIL dei titoli di Stato dell'area e il tasso OIS basato sull'€STR è aumentato di 6 punti base nel periodo in esame, portandosi a un livello solo moderatamente superiore rispetto a quello prevalente prima dell'inizio della normalizzazione della politica monetaria della BCE. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato nelle diverse giurisdizioni sono aumentati in modo disomogeneo: i differenziali italiani e spagnoli hanno registrato gli incrementi maggiori, rispettivamente pari a 20 e 15 punti base. I mercati dei titoli di Stato hanno mostrato capacità di tenuta non solo rispetto al deterioramento delle prospettive macroeconomiche, ma anche alla minore presenza dell'Eurosistema sul mercato. L'assenza di significative pressioni al rialzo sui differenziali, nonostante l'interruzione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio e il consueto minimo che le condizioni di liquidità registrano nei mesi estivi, suggerisce che gli investitori privati stiano continuando ad assorbire le obbligazioni non più acquistate dall'Eurosistema senza gravi difficoltà.

Grafico 18

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 giugno 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 settembre 2023.

I differenziali sulle obbligazioni delle società non finanziarie (SNF) si sono lievemente ampliati nel contesto di un peggioramento dell'economia interna.

I differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF sono aumentati di 5 punti base nel segmento ad alto rendimento. Le società finanziarie, per contro, hanno registrato un assottigliamento dei differenziali di rendimento sulle proprie obbligazioni.

Tale divergenza riflette un maggiore impatto esercitato dal deterioramento delle prospettive economiche sulle SNF con profilo di rischio più elevato rispetto alle società finanziarie, dato che queste ultime continuano a beneficiare dei tassi di interesse più alti. Le emissioni lorde di obbligazioni da parte delle SNF ad alto rendimento sono rimaste modeste, mentre le SNF di qualità più elevata (investment grade) hanno emesso obbligazioni a un ritmo analogo a quello degli anni precedenti, rispecchiando l'andamento dei differenziali obbligazionari in tutte le categorie di rating.

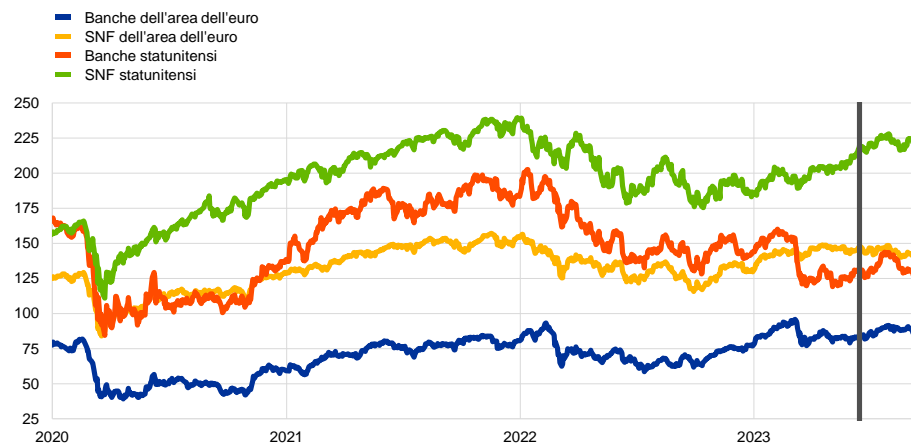
I corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in esame, in quanto le più deboli prospettive concernenti gli utili hanno compresso i valori di borsa delle SNF (cfr. il grafico 19).

Nel periodo in esame gli indici azionari generali sono diminuiti del 2,9 per cento nell'area dell'euro, mentre sono aumentati dell'1,1 per cento negli Stati Uniti. La performance più debole osservata nell'area dell'euro riflette il calo delle quotazioni azionarie delle SNF attribuibile alle sorprese negative sugli utili e alle revisioni al ribasso degli utili attesi. All'interno del settore non finanziario i corsi azionari sono scesi maggiormente nel settore dei beni di consumo voluttuari, nel comparto industriale e in quello tecnologico, che risentono fortemente del deterioramento delle prospettive macroeconomiche interne e mondiali. Per contro le quotazioni azionarie delle banche dell'area dell'euro sono aumentate del 3,9 per cento, registrando risultati migliori rispetto a quelli delle banche statunitensi.

Grafico 19

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

(indice: 1° gennaio 2016 = 100)



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 13 settembre 2023.

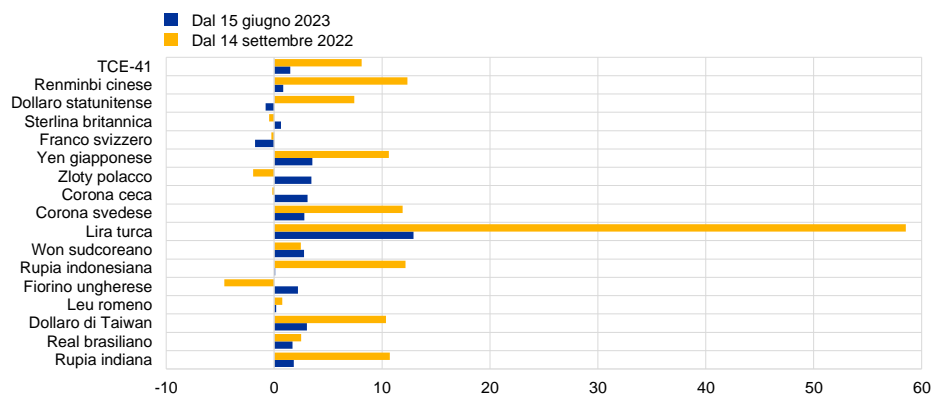
Sui mercati dei cambi l'euro si è apprezzato su base ponderata per l'interscambio, nonostante un lieve deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense (cfr. il grafico 20).

Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato in misura modesta (1,5 per cento). In termini di andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è lievemente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (-0,8 per cento), dato che i recenti dati economici evidenziati dagli Stati Uniti sono stati più positivi rispetto a quelli dell'area dell'euro. L'apprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali, pertanto, è stato favorito da un rafforzamento nei confronti della maggior parte delle altre valute. L'euro si è apprezzato nei confronti dello yen giapponese (del 3,5 per cento) e del renminbi cinese (dello 0,8 per cento) in un contesto caratterizzato dagli interventi delle autorità cinesi volti a contrastare la pressione al ribasso sulla valuta nazionale legata a un deterioramento delle prospettive di crescita. Nel periodo in esame l'euro si è inoltre rafforzato nei confronti della lira turca (del 12,9 per cento), stabilizzandosi tuttavia nelle ultime settimane a fronte degli aumenti dei tassi stabiliti dalla Banca centrale della Repubblica di Turchia.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 13 settembre 2023.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

La trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria della BCE alle condizioni di finanziamento più generali si è confermata vigorosa. I costi di provvista delle banche hanno seguito a salire, di riflesso agli ulteriori aumenti dei tassi sui depositi e al persistere della riduzione della liquidità in eccesso. A luglio 2023 anche 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 13 settembre 2023 sono aumentati i costi a carico delle società non finanziarie (SNF) legati sia al finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato, sia, in misura più marcata, al capitale di rischio. La debole dinamica del credito bancario a imprese e famiglie è proseguita a luglio, in un contesto caratterizzato da più elevati tassi sui prestiti, da una domanda di prestiti più contenuta a fronte di tagli ai programmi di spesa e di un inasprimento dei criteri di concessione del credito, nonché da ingenti volumi di utili non distribuiti. A luglio il ritmo annuale di contrazione degli aggregati monetari ha raggiunto la velocità massima mai registrata, a causa di una crescita del credito moderata e del 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 luglio 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 21). Tale aumento riflette principalmente i più elevati tassi sui depositi, considerato che i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti sostanzialmente stabili, con andamenti in linea con i tassi privi di rischio per le scadenze più lunghe (cfr. il pannello b) del grafico 21)¹². I tassi sui depositi hanno continuato ad aumentare costantemente, con alcune variazioni tra strumenti e settori (i tassi sui depositi delle imprese sono stati più elevati rispetto a quelli delle famiglie). I depositanti hanno reagito 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 stata molto diversa da una banca all'altra. Ciò, a sua volta, è stato accompagnato da una redistribuzione dei depositi fra le banche. 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 ai tassi di riferimento della BCE sono aumentate da settembre 2022, in un contesto caratterizzato dal graduale rimborso delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e dal calo dei depositi a vista. Il graduale venir meno delle OMRLT, che ha anche contribuito a una riduzione della liquidità in eccesso in condizioni di disponibilità ancora ampia, ha indotto le banche

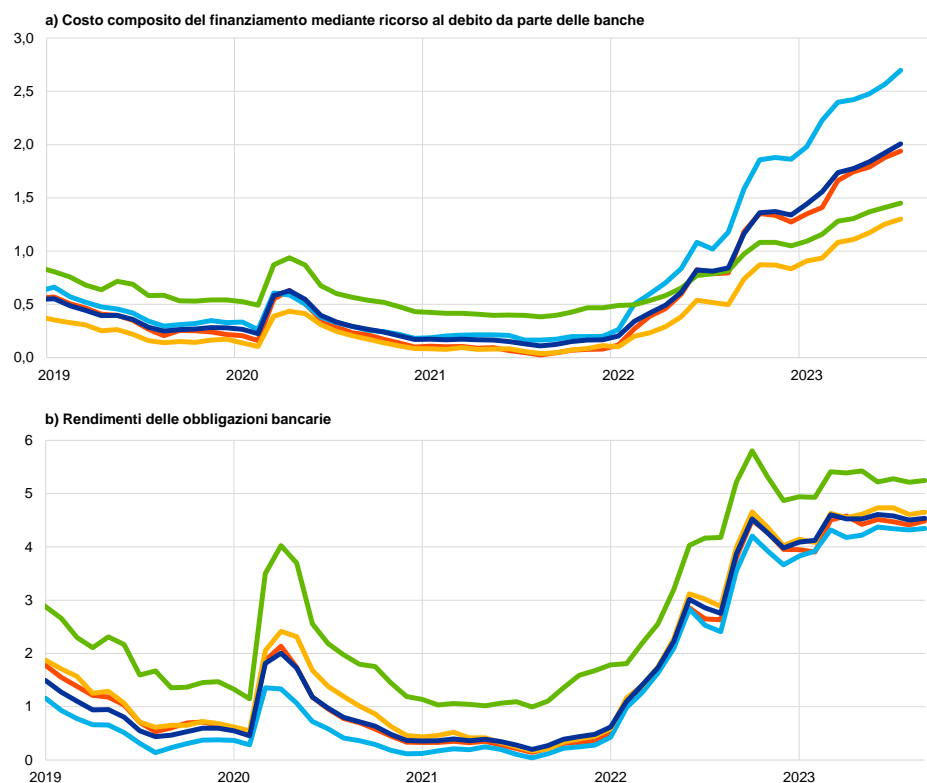
¹² Se anche l'aumento del costo dei prestiti interbancari fosse stato incluso nel calcolo del costo composito della provvista bancaria, il totale dei costi di finanziamento avrebbe subito un aumento ancora più marcato all'inizio del ciclo di rialzo, sebbene partendo da un livello inferiore.

ad aumentare il ricorso ai titoli di debito e agli strumenti del mercato monetario, oltre a determinare una concorrenza più serrata per i depositi.

Grafico 21

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 luglio 2023 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e al 13 settembre 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

I bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi, nonostante l'indebolimento del contesto economico. Nei primi mesi del 2023 le banche hanno continuato ad aumentare la propria capitalizzazione, sebbene a fronte di maggiori impegni in termini di remunerazione (cfr. il riquadro 7) e la prova di stress più recente ha confermato la capacità mostrata dalle banche dell'area dell'euro di resistere a shock finanziari ed economici in uno scenario avverso. Un sistema bancario ben capitalizzato è fondamentale per assicurare un'offerta sostenibile di credito all'economia reale a condizioni adeguate. Nonostante l'aumento dei costi della provvista bancaria e la diminuzione dei volumi di prestito, agli inizi del 2023 la redditività delle banche ha beneficiato di più elevati margini netti sui tassi di interesse. Parallelamente, la quota di crediti deteriorati delle banche è aumentata

marginalmente in un contesto di prospettive economiche più deboli, mentre i costi degli accantonamenti si sono confermati su livelli contenuti.

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 tra luglio 2022 e il 13 settembre 2023. Tale innalzamento dei tassi di riferimento della BCE si sta trasmettendo alle condizioni del credito bancario, con l'aumento dei tassi applicati e il brusco 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 (cfr. il grafico 22) come nei differenti periodi di determinazione iniziale. A luglio i tassi sui nuovi prestiti bancari alle SNF sono saliti al 4,93 per cento, toccando il livello più alto dalla fine del 2008 e rispetto al 4,78 per cento di giugno 2023 e all'1,83 per cento di giugno 2022, prima che la BCE iniziasse a innalzare i propri tassi di riferimento. Tale aumento dei tassi è stato generalizzato, più marcato per i prestiti con un periodo di determinazione iniziale superiore a un anno, con una certa eterogeneità tra paesi. Il differenziale tra tassi bancari relativi a piccoli e grandi prestiti per le imprese dell'area dell'euro è lievemente aumentato a luglio (a 48 punti base), anche se, in termini storici, è rimasto stabile a livelli bassi e con alcune variazioni tra i paesi dell'area dell'euro. A luglio anche i tassi sui nuovi prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati, collocandosi al 3,75 per cento, il livello massimo da gennaio 2012, dopo aver segnato l'1,97 per cento a giugno 2022 e il 3,70 a giugno 2023. L'aumento di luglio è riconducibile ai più elevati tassi sui mutui ipotecari a tasso fisso, e più in particolare su quelli a tasso variabile, con una certa eterogeneità fra paesi. I risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE a luglio 2023 indicano che i consumatori si attendono che i tassi sui mutui ipotecari si stabilizzino lievemente al di sopra dei livelli attuali nei prossimi 12 mesi, forse di riflesso allo stadio avanzato del ciclo restrittivo. Un'ampia percentuale netta dei partecipanti all'indagine ha indicato di aver percepito un inasprimento dei criteri di concessione del credito e di prevedere maggiori difficoltà nell'ottenimento di prestiti per l'acquisto di abitazioni nello stesso periodo.

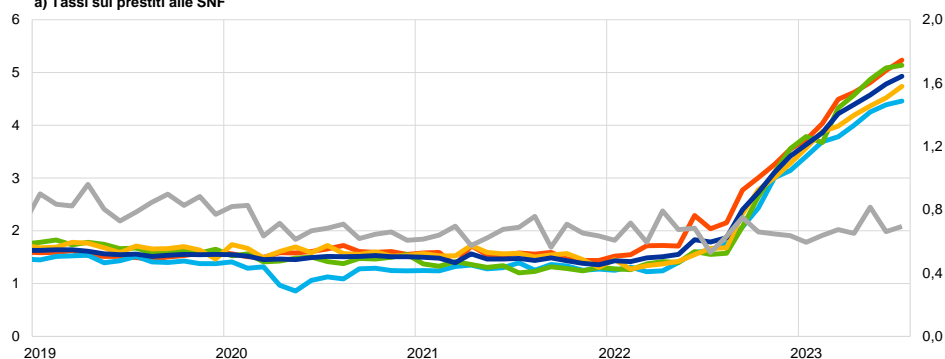
Grafico 22

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

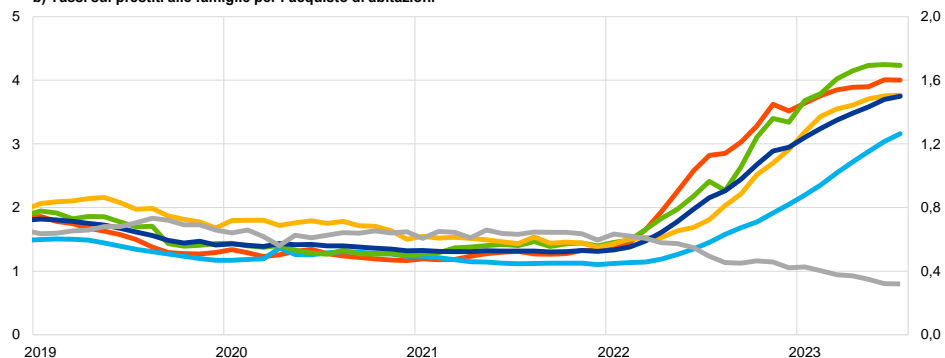
(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonte: BCE.

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

Nel periodo compreso tra il 15 giugno e il 13 settembre 2023 è aumentato il costo a carico delle SNF sia del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato, sia, in misura più marcata, del capitale di rischio.

A luglio 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 6,2 per cento, quindi sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 23)¹³. Ciò deriva dal fatto che l'aumento del costo dei prestiti bancari sia a breve sia a lungo termine è stato compensato da un calo del costo del capitale di rischio e del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato nel periodo compreso tra la fine di giugno e la fine di luglio.

Di conseguenza, il costo complessivo del finanziamento a luglio si è confermato prossimo agli elevati livelli registrati a settembre 2022 e osservati in precedenza a

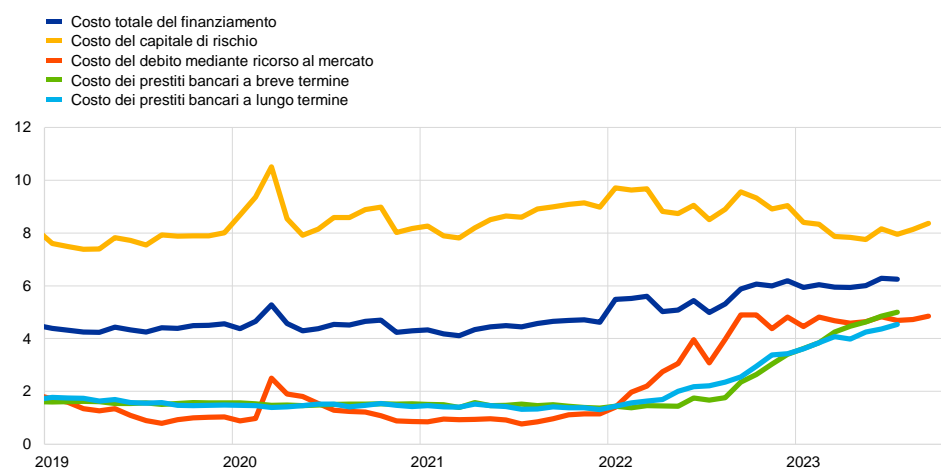
¹³ A causa del ritardo con cui si rendono disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, i dati relativi al costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a luglio 2023.

fine 2011¹⁴. Nel periodo in esame, cioè fino al 13 settembre 2023, sono aumentati sia il costo dell'emissione di debito sul mercato sia quello del finanziamento azionario. L'incremento riferito al primo è dovuto ai più elevati tassi privi di rischio e a un lieve ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie nel segmento ad alto rendimento (cfr. la sezione 4). L'aumento del tasso privo di rischio (approssimato dal tasso overnight index swap, OIS, a dieci anni), insieme al rafforzamento del premio per il rischio azionario, ha determinato il considerevole rialzo del costo del capitale di rischio nel periodo in esame.

Grafico 23

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari (dati medi mensili), di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 settembre 2023 per il costo del debito emesso sul mercato e il costo del capitale di rischio (dati giornalieri) e a luglio 2023 per il costo totale del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

A luglio la dinamica dei prestiti bancari a imprese e famiglie ha continuato a mostrarsi debole, in un contesto caratterizzato da più elevati tassi sui prestiti bancari, da una domanda di prestiti più contenuta e da un inasprimento dei criteri di concessione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 2,2 per cento a luglio, dal 3,0 di giugno, ed è stato ancora sostenuto da effetti base (cfr. il pannello a) del grafico 24). Il rallentamento ha interessato le maggiori economie dell'area dell'euro, con una certa eterogeneità tra paesi, e riflette il forte calo della domanda di prestiti, in parte dovuto a più elevati tassi di interesse debitori e ai conseguenti tagli nei programmi di spesa, nonché a un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito. I flussi mensili dei prestiti alle SNF sono stati prossimi allo zero a partire da novembre 2022 e quelli alle famiglie sono stati negativi da maggio 2023. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso dall'1,7 per cento di giugno all'1,3 di luglio (cfr. il pannello b) del grafico 24), in un contesto contraddistinto da prospettive non

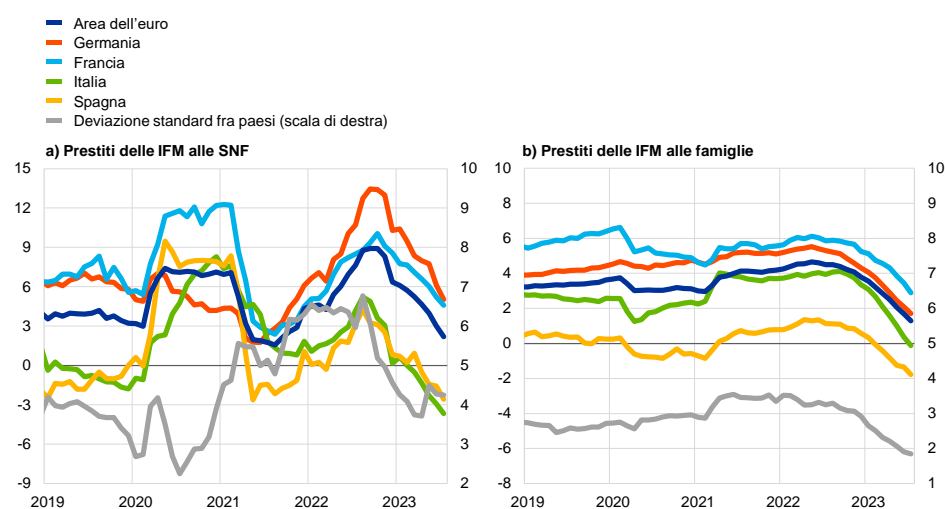
¹⁴ Per le implicazioni del costo del finanziamento sugli investimenti delle imprese dell'area dell'euro volti a mitigare i rischi di catastrofi naturali o al rispetto di standard più rigorosi in materia di clima, cfr. il riquadro 5 in questo numero del Bollettino.

favorevoli 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 ai prestiti per l'acquisto di abitazioni, al credito al consumo e ai prestiti alle ditte individuali (piccole imprese senza personalità giuridica). I flussi netti mensili dei prestiti alle famiglie sono stati negativi per il terzo mese di seguito e pertanto anche il tasso di crescita a breve termine a tre mesi annualizzato ora è sceso, collocandosi al $-0,8$ per cento, il livello più basso dall'istituzione dell'area dell'euro.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

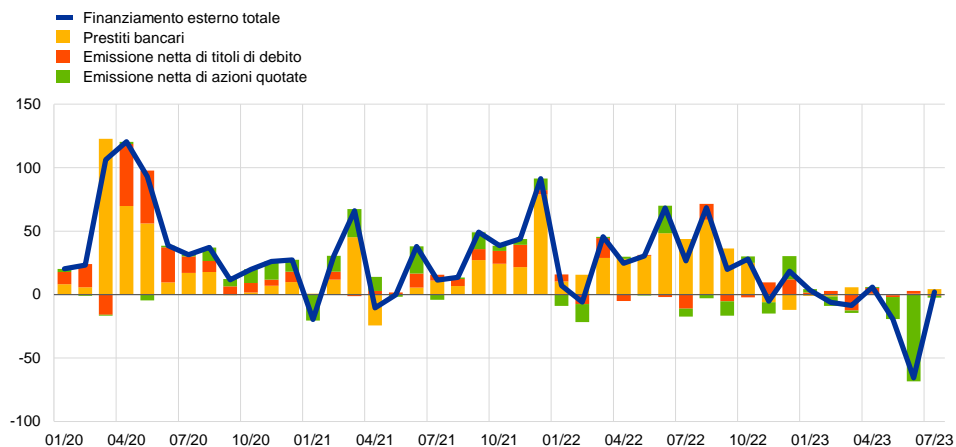
La crescita del finanziamento esterno netto delle imprese dell'area dell'euro è scesa ulteriormente nel secondo trimestre del 2023 fino quasi ad arrestarsi a luglio, per effetto, tra le altre cose, del minore fabbisogno di finanziamento delle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno netto è sceso dall'1,8 per cento di aprile 2023 allo 0,3 di luglio (cfr. il grafico 25).

Durante questo periodo i flussi dei prestiti sono stati prossimi allo zero, per effetto del minore fabbisogno di finanziamento delle imprese, dovuto alla debolezza dell'attività economica, a ingenti volumi di utili non distribuiti, al perdurante aumento dei tassi sui prestiti e all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito da parte delle banche. Anche le emissioni nette di titoli di debito hanno registrato una stagnazione per via delle consistenti emissioni lorde e di rimborsi di entità analoga. L'emissione netta di azioni quotate è stata contenuta ed è entrata in territorio negativo a maggio e giugno, sulla scia di fattori una tantum (come ad esempio il riacquisto di azioni da parte di una società multinazionale e la nazionalizzazione di un'altra grande azienda). Più in generale, l'attività in termini di operazioni di prima quotazione e fusioni e acquisizioni è stata modesta dal 2022.

Grafico 25

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

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

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

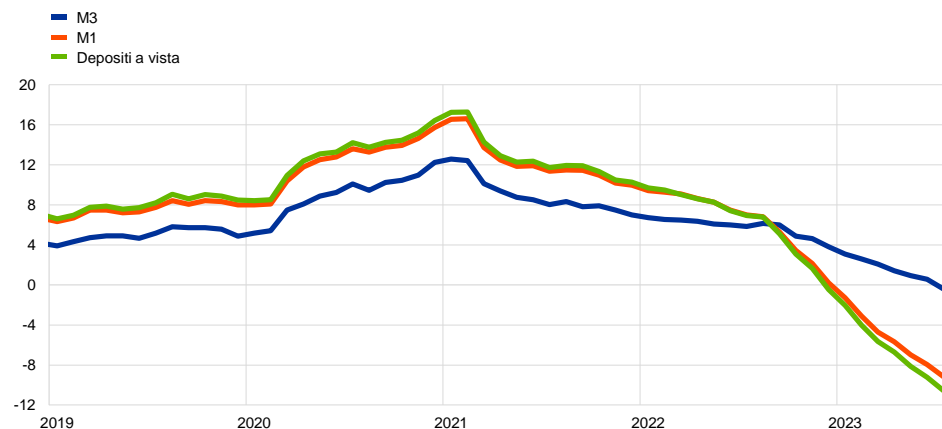
I depositi a vista hanno subito un'ulteriore contrazione a luglio, per effetto della riallocazione di fondi verso strumenti a maggiore remunerazione.

Dopo il calo del 9,2 per cento sui dodici mesi registrato a giugno, il tasso di crescita dei depositi a vista è diminuito ulteriormente a luglio, registrando, sui dodici mesi, una contrazione del 10,5 per cento, la più marcata dall'avvio dell'Unione economica e monetaria (UEM) nel 1999 (cfr. il grafico 26). Mentre i tassi di interesse stanno aumentando, il differenziale tra i depositi a termine e quelli a vista ha continuato ad ampliarsi, accrescendo il costo opportunità di detenere attività liquide e stimolando l'attuale riallocazione di fondi dai depositi a vista a quelli a termine. Ciò riflette il fatto che i tassi di interesse sui depositi a vista si sono adeguati più lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto a quelli sui depositi a termine. Tale ampio differenziale rappresenta un forte incentivo per famiglie e imprese a convertire i propri depositi a vista e rimborsabili su preavviso in 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 26

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2023.

A luglio 2023 il ritmo annuale di contrazione degli aggregati monetari ha raggiunto la velocità massima mai registrata, sulla spinta di una crescita del credito contenuta e del ridimensionamento del bilancio dell'Eurosistema.

L'aggregato monetario ristretto (M1) ha subito un'ulteriore contrazione, del 9,2 per cento a luglio, dopo l'8,0 di giugno; si tratta di gran lunga della maggiore riduzione mai registrata. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro è entrata in territorio negativo per la prima volta da febbraio 2010, passando dallo 0,6 per cento di giugno al -0,4 di luglio (cfr. il grafico 26), il tasso più basso dall'avvio dell'UEM. Tale marcata contrazione nel tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è riconducibile a un notevole deflusso mensile e a effetti base.

I persistenti deflussi mensili sono dovuti a diversi fattori. In primo luogo, il contributo fornito alle dinamiche monetarie dai prestiti a famiglie e imprese è sceso a zero nei mesi recenti. La decisione di non reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma di acquisto di attività a partire da luglio 2023 ha poi determinato una riduzione del portafoglio di attività dell'Eurosistema, sottraendo liquidità dal sistema finanziario. Inoltre, la sostituzione nella raccolta bancaria delle obbligazioni a lungo termine coi depositi ha contribuito a mantenere la crescita di M3 in territorio negativo. Finora gli afflussi monetari dal resto del mondo hanno, tuttavia, attutito in parte l'impatto negativo delle altre componenti. Tali afflussi riflettono la preferenza degli investitori stranieri per i titoli dell'area dell'euro, in ragione dei loro rendimenti relativamente attrattivi e dell'attuale tenuta dei livelli di fiducia. Senza l'impulso proveniente dagli investitori stranieri, le dinamiche monetarie dell'area dell'euro sarebbero ulteriormente scivolote in territorio negativo.

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche migliorerà moderatamente nel 2023 e 2024, per poi registrare un lieve deterioramento nel 2025. Si prevede un orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sostanzialmente neutrale nel 2023 e un significativo inasprimento nel 2024, prima di un ritorno a un'impostazione essenzialmente neutrale nel 2025. In termini cumulati, considerato l'orizzonte temporale di proiezione, si osserverà un certo inasprimento della politica di bilancio. Il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dovrebbe scendere dal 91 per cento del 2022 a circa l'88 per cento nel 2025, rimanendo tuttavia ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia. Con il graduale attenuarsi dello shock energetico i governi dovrebbero continuare a revocare le relative misure di sostegno tempestivamente e in maniera concordata per evitare di spingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, rendendo altrimenti necessaria una risposta di politica monetaria persino più risoluta. Le politiche di bilancio dovrebbero essere formulate con lo scopo di accrescere la produttività dell'economia dell'area e dell'euro e ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Nel [parere](#) pubblicato il 5 luglio 2023, la BCE ha esortato i legislatori dell'Unione europea (UE) a raggiungere quanto prima, e comunque entro la fine del 2023, un accordo sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE.

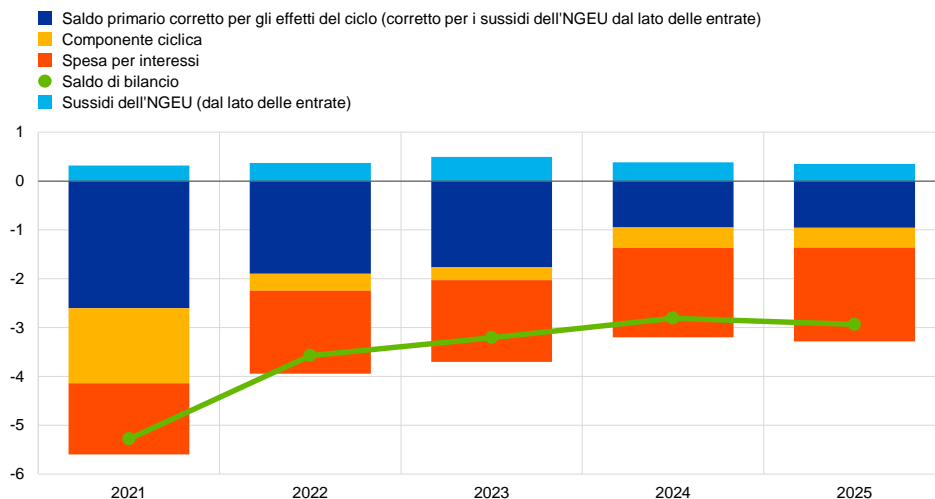
Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2023 dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche migliorerà moderatamente nel 2023 e 2024, per poi registrare un lieve deterioramento nel 2025¹⁵. Nello specifico, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe scendere al 3,2 per cento del PIL nel 2023 e al 2,8 per cento del PIL nel 2024, per poi salire al 2,9 per cento nel 2025 (cfr. il grafico 27). Il calo nella prima parte dell'orizzonte temporale di proiezione è determinato dalle aspettative di un minore disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo, mentre la componente ciclica dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile. La spesa per interessi dovrebbe aumentare lievemente nell'orizzonte di proiezione. Il calo del disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo è determinato dal ridimensionamento delle misure di sostegno introdotte dai governi in risposta allo shock energetico e all'inflazione elevata. Attualmente si stima che, a livello dell'area dell'euro, tali misure ammonteranno all'1,4 per cento del PIL nel 2023, riducendosi significativamente fino a toccare lo 0,4 per cento del PIL nel 2024 e circa lo 0,2 per cento nel 2025.

¹⁵ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 14 settembre 2023.

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023.
Note: con l'acronimo NGEU si intende il programma Next Generation EU. I dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

Le proiezioni indicano che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutrale nel 2023 e inasprirsi in maniera significativa nel 2024, per poi tornare sostanzialmente neutrale nel 2025¹⁶. La variazione annuale del sostegno di bilancio, corretta per le sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU), indica un inasprimento cumulato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel periodo di previsione. Ci si attende che tale inasprimento si manifesti principalmente nel 2024, quando il 75 per cento circa delle misure di sostegno introdotte dai governi dell'area dell'euro per contrastare la crisi energetica e l'inflazione dovrebbe essere venuto meno. L'orientamento dovrebbe tornare poi neutro nel 2025, momento in cui l'ulteriore rientro dei provvedimenti legati all'energia dovrebbe essere in parte compensato dall'aumento degli investimenti, con il sostegno del programma Next Generation EU e dell'incremento della spesa per la difesa. Nel contempo, l'inasprimento cumulato delle politiche di bilancio nell'orizzonte di proiezione non è determinato dalle retribuzioni e dalle pensioni medie a carico dello Stato, che nel 2024 e nel 2025, secondo le proiezioni, dovrebbero crescere a tassi superiori all'inflazione, mentre la spesa complessiva per queste voci cresce a un livello pari o superiore al tasso di crescita potenziale nominale.

Il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe rimanere al di sopra del livello precedente la pandemia, scendendo all'89 per cento del PIL nel 2023 e sostanzialmente stabilizzandosi nel 2024 e nel 2025. Il rapporto

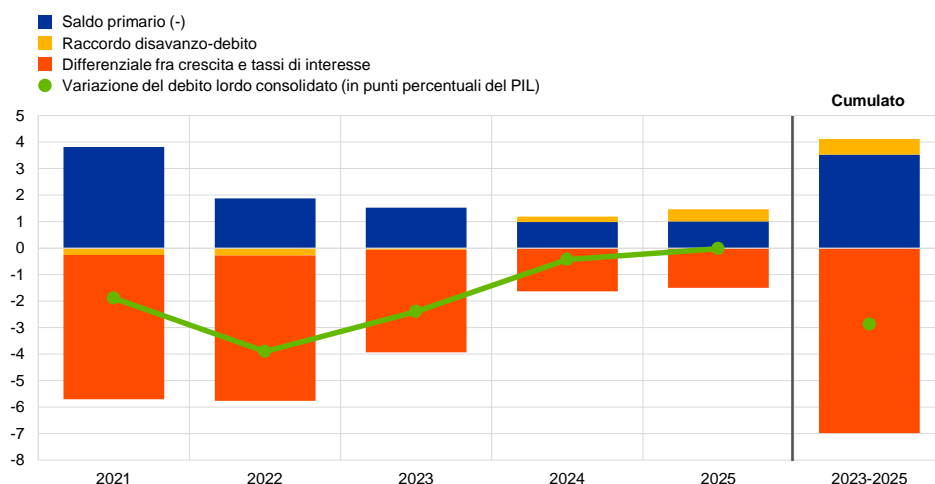
¹⁶ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Nel presente documento è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

debito/PIL è aumentato di circa 13 punti percentuali, portandosi a circa il 97 per cento nel 2020. Nel 2023 dovrebbe diminuire, attestandosi attorno all'89 per cento del PIL, per poi registrare degli ulteriori cali di lieve entità nel 2024 e nel 2025. Gli andamenti per questi ultimi due anni riflettono anche le aspettative di una significativa riduzione dei differenziali negativi tra tassi di interesse e crescita del PIL in termini nominali rispetto a quelli osservati tra il 2021 e il 2023 (cfr. il grafico 28). Inoltre, sia i disavanzi primari, sia i raccordi disavanzo-debito positivi dovrebbero esercitare una pressione al rialzo sul livello del debito. Di conseguenza, nonostante il calo di oltre 3 punti percentuali fra il 2023 e il 2025, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro in termini aggregati alla fine dell'orizzonte di proiezione dovrebbe rimanere quasi 5 punti percentuali al di sopra del suo livello pre-pandemia.

Grafico 28

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023. Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti

dell'Eurosistema a giugno 2023 il saldo di bilancio dell'area dell'euro per il 2023 rimane invariato, ma ora evidenzia, sia per il 2024 sia per il 2025, un miglioramento lievemente più contenuto in confronto a quanto atteso in precedenza. Tali revisioni al ribasso per il 2024 e il 2025 sono riconducibili

principalmente alle variazioni attese del saldo primario, che derivano da una spesa primaria più elevata rispetto a quanto inizialmente previsto, di cui fa parte una spesa più elevata per i sussidi di disoccupazione, in relazione al fatto che l'attività si prospetta più debole. In termini corretti per gli effetti del ciclo, sull'intero periodo di proiezione le revisioni dovrebbero rivelarsi trascurabili.

Con il graduale attenuarsi dello shock energetico, i governi dovrebbero revocare tempestivamente e in maniera concordata le misure di sostegno introdotte per farvi fronte. In tal modo si eviterà di spingere al rialzo le pressioni

inflazionistiche di medio termine, il cui aumento renderebbe altrimenti necessaria una risposta di politica monetaria persino più risoluta. Le politiche di bilancio

dovrebbero essere formulate con lo scopo di accrescere la produttività dell'economia dell'area dell'euro e ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Tale obiettivo potrà essere conseguito al meglio all'interno di un solido quadro di riferimento europeo per il coordinamento e la sorveglianza delle politiche economiche e di bilancio. Come sottolineato nel [parere](#) pubblicato il 5 luglio 2023, la BCE accoglie con favore le proposte della Commissione sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE e formula alcune osservazioni e alcuni suggerimenti specifici e tecnici, allo scopo di migliorare ulteriormente il nuovo quadro di riferimento, garantendone la trasparenza e la prevedibilità. Segnatamente, la BCE esorta i legislatori dell'UE a raggiungere quanto prima, e comunque entro la fine del 2023, un accordo sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE. Poiché per quella data la clausola di salvaguardia generale contenuta nel Patto di stabilità e crescita dell'UE sarà stata disattivata, tale accordo risulterà fondamentale per ancorare le aspettative circa la sostenibilità del debito e una crescita sostenibile e inclusiva. In assenza di un accordo concluso in tempi rapidi e dell'attuazione di un quadro di bilancio credibile, trasparente e prevedibile si potrebbe creare dell'incertezza e un indebito ritardo nel realizzare il necessario riequilibrio delle finanze pubbliche e dare slancio alle riforme e agli investimenti.

Riquadri

1 Rischi derivanti da El Niño per i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale

a cura di Jakob Feveile Adolfsen e Marie-Sophie Lappe

L'arrivo quasi certo del fenomeno El Niño verso la fine del 2023 comporta rischi per i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale. A giugno l'Amministrazione nazionale statunitense per l'oceano e l'atmosfera (National Oceanic and Atmospheric Administration, NOAA) ha annunciato che si erano verificate le condizioni per l'arrivo di El Niño e la probabilità che un episodio di tale fenomeno si manifesti alla fine di quest'anno. Per definizione, le condizioni per l'arrivo di El Niño si hanno quando la media mobile di tre mesi della temperatura della superficie dell'acqua, nella parte centro-orientale dell'Oceano Pacifico tropicale, registra un incremento di almeno 0,5 gradi Celsius rispetto alla media di 30 anni per cinque periodi di tre mesi consecutivi e sovrapposti¹. Le ultime previsioni meteorologiche indicano una probabilità del 99 per cento che un episodio di El Niño possa aver luogo nell'ultimo trimestre del 2023 e una probabilità del 66 per cento che sia di forte intensità, con una deviazione della temperatura di almeno 1 grado Celsius superiore alla soglia di 0,5 gradi che definisce il fenomeno El Niño (cfr. il grafico A)². L'episodio di El Niño di quest'anno segna un cambiamento di direzione rispetto ai tre anni precedenti, dominati dalla sua controparte più fredda, La Niña³. El Niño influenzerà probabilmente l'offerta e i prezzi dei generi alimentari nei paesi equatoriali e a livello internazionale, in quanto incide sugli andamenti meteorologici in tutto il mondo. Il presente riquadro illustra i probabili effetti del fenomeno El Niño sulle materie prime alimentari a livello mondiale ed esamina i rischi per le loro quotazioni nel caso in cui El Niño si evolva in un fenomeno di forte intensità. Sebbene il riquadro si concentri principalmente sull'impatto di un episodio di El Niño di forte intensità, che il prossimo anno potrebbe amplificare gli effetti sui prezzi delle materie prime alimentari, vari studi mostrano che l'arrivo di El Niño,

¹ Secondo la [definizione](#) della NOAA, El Niño è la fase calda dell'oscillazione che si verifica nel Pacifico equatoriale (conosciuta anche come oscillazione meridionale di El Niño o El Niño-Southern Oscillation). Nella fase neutra dell'oscillazione gli alisei, che sono i venti permanenti che spirano da est a ovest intorno all'equatore, spingono masse d'acqua calda dal Sud America all'Asia, dove evaporano più facilmente. Ciò genera il processo di risalita delle acque (upwelling), che si osserva quando le acque profonde e fredde salgono fino alla superficie oceanica e rimpiazzano le masse di acqua calda. Durante il fenomeno El Niño, gli alisei rallentano e le acque calde vengono risospinte verso il Sud America, causando l'indebolimento o perfino l'arresto del processo di upwelling.

² Storicamente, gli episodi di forte intensità di El Niño sono stati 8 su 23, a partire dal 1950.

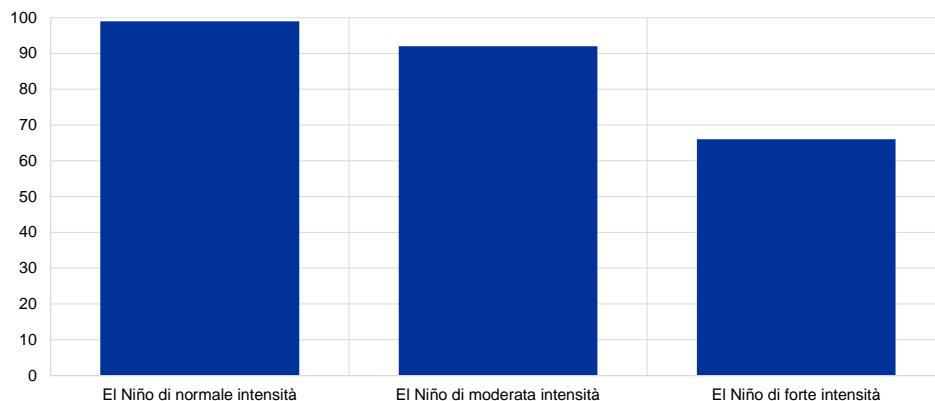
³ La definizione del fenomeno La Niña è simile a quella di El Niño, ma con anomalie negative nelle temperature delle superfici oceaniche. Una fase di La Niña è generata da alisei che sono più forti del solito, il che amplifica il processo di upwelling.

in qualsiasi condizione, inciderà probabilmente sulle materie prime alimentari a livello mondiale, indipendentemente dalla sua intensità⁴.

Grafico A

Probabilità di una manifestazione di El Niño nel quarto trimestre 2023

(in percentuale)



Fonte: Amministrazione nazionale statunitense per l'oceano e l'atmosfera (National Oceanic and Atmospheric Administration, NOAA).
Note: una manifestazione di El Niño di normale intensità è definita dalla NOAA come un aumento delle temperature della superficie oceanica superiore di almeno 0,5 gradi Celsius alla media di lungo periodo. Le manifestazioni di El Niño "di moderata intensità" e "di forte intensità" si definiscono come aumenti di temperatura superiori rispettivamente di almeno 1,0 e 1,5 gradi Celsius alla media di lungo periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 agosto 2023.

È probabile che i complessi effetti meteorologici derivanti da El Niño incidano sulle colture alimentari in tutto il mondo, soprattutto intorno all'equatore.

Il fenomeno EL Niño è associato a una maggiore frequenza di eventi meteorologici estremi, che differiscono notevolmente a seconda della regione. Ad esempio, El Niño generalmente determina ondate di calore con forti precipitazioni in Sud America e negli Stati Uniti meridionali, mentre provoca siccità negli Stati Uniti settentrionali. La complessità dei modelli climatici che ne derivano implica che El Niño incida sulla resa dei raccolti in modo diverso a seconda dei tipi di colture e delle stagioni di coltivazione, nonché della regione in questione. È probabile inoltre che gli effetti sulla resa dei raccolti siano differenti tra i diversi cicli di El Niño. Le stime degli effetti storici di tale fenomeno sulla resa dei raccolti mostrano come l'impatto differisca tra i vari tipi di colture, anche all'interno dello stesso paese. Nonostante sembri che, negli Stati Uniti, a un episodio di El Niño seguano raccolti di soia più elevati, lo stesso episodio ha di solito conseguenze negative sulla resa dei raccolti di frumento e mais⁵. Inoltre, pur avendo storicamente avuto effetti positivi

⁴ Il presente riquadro si concentra sulle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari e non sui prezzi al consumo dei beni alimentari nell'area dell'euro, per i quali gli effetti dovrebbero essere più contenuti. Peersman (2022) mostra che le variazioni dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari spiegano quasi il 30 per cento della volatilità dell'inflazione nell'area dell'euro nel medio termine. Cfr. Peersman, G., "International Food Commodity Prices and Missing (Dis)Inflation in the Euro Area", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n. 1, 2022, pagg. 85-100. I sussidi concessi ai produttori nazionali attraverso la politica agricola comune dell'UE attenuano in parte gli effetti delle variazioni dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari sui prezzi al consumo dei beni alimentari nell'area dell'euro. Cfr., ad esempio, Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L., "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy", *International Journal of Central Banking*, vol. 8, n. 1, 2012, pagg. 179-217.

⁵ Le colture di soia negli Stati Uniti hanno beneficiato soprattutto delle favorevoli condizioni di crescita nel Midwest in estate, mentre le ondate di calore e la siccità hanno danneggiato le colture in Asia. Le colture di mais negli Stati Uniti sono state influenzate principalmente dalle condizioni di scarsa piovosità negli stati del Sud-Est che tendono a manifestarsi in seguito a El Niño.

sulla resa dei raccolti di soia negli Stati Uniti e in Sud America, El Niño tende a ridurre tale resa in Asia⁶. Tali complesse conseguenze rendono difficile prevedere le implicazioni di El Niño per le quotazioni mondiali delle materie prime alimentari e la sostituzione tra queste ultime complica ulteriormente gli effetti sui prezzi. In una certa misura, gli agricoltori considerano la soia e il mais come reciproci sostituti e talvolta passano da una coltura all'altra a seconda dei prezzi correnti dei contratti future. Ciò implica che una potenziale riduzione della resa dei raccolti di mais potrebbe ripercuotersi sui prezzi della soia, mentre gli effetti sui prezzi del mais potrebbero essere in qualche misura attenuati da questo effetto di sostituzione. Inoltre, gli episodi di El Niño del periodo tra il 1982 e il 1983 hanno causato un calo della popolazione ittica in Asia e in Australia, determinando la sostituzione del pesce con la soia nella domanda di mangime per animali⁷. A causa di questa complessità, e dato che le rese dei raccolti sono uno dei numerosi fattori che incidono sui prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale, sarebbe fuorviante estrapolare direttamente gli effetti della resa dei raccolti sugli effetti di prezzo.

Le analisi storiche indicano che una manifestazione di El Niño di normale intensità esercita effetti al rialzo sui prezzi mondiali delle materie prime alimentari. Vari studi esaminano gli effetti di El Niño sulle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari. Brenner (2002) rileva che l'oscillazione di El Niño rappresenta quasi il 20 per cento delle variazioni dell'inflazione dei prezzi delle materie prime a livello mondiale dal 1963 e che una manifestazione di El Niño di normale intensità tende ad aumentare l'inflazione in termini reali dei prezzi delle materie prime di circa il 3 per cento per un periodo da 6 a 12 mesi dopo la sua comparsa, con il contributo maggiore che proviene dalle materie prime alimentari⁸. Cashin et al. (2017) documentano le variazioni dell'impatto degli shock causati da El Niño a partire dal 1972 sull'attività economica in vari paesi, la maggior parte dei quali ha dovuto far fronte a un aumento dei prezzi delle materie prime non energetiche⁹. Nel complesso, gli autori osservano che El Niño esercita un impatto al rialzo di circa il 5 per cento sui prezzi delle materie prime non energetiche a livello mondiale e che tale impatto dura dai 6 ai 16 mesi¹⁰. Ulteriori riscontri indicano che l'inflazione risponde più fortemente a una manifestazione di El Niño nei paesi con un peso maggiore dei beni alimentari nell'indice di inflazione. Questi studi indicano che un episodio di El Niño di qualsiasi intensità provoca effetti significativi sulle

⁶ Secondo quanto discusso in Izumi, T., Luo, J.J., Challinor, A.J., Sakurai, G., Yokozawa, M., Sakuma, H., Brown, M.E e Yamagata, T., "Impacts of El Niño Southern oscillation on the global yields of major crops", *Nature Communications*, 5, n. 3712, 2014.

⁷ Cfr. Brenner, A.D., "El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n. 1, 2002, pagg. 176-183.

⁸ Cfr. Brenner, A.D., op. cit.

⁹ Cfr. Cashin, P., Mohaddes, K. e Raissi, M., "Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño", *Journal of International Economics*, vol. 106, 2017, pagg. 37-54.

¹⁰ Cashin et al., ibidem, utilizzano una misura non basata sulla temperatura, che non consente di classificare una fase El Niño come di normale o forte intensità. Oltre all'effetto sui prezzi delle materie prime alimentari, si rileva che anche le quotazioni dei metalli contribuiscono al rincaro delle materie prime non energetiche, soprattutto perché gli eventi meteorologici estremi incidono sull'attività mineraria, come osservato in Cile. Cfr. Cashin, P., Mohaddes, K. e Raissi, M., "El Niño: Good Boy or Bad", *Finance and Development*, vol. 53, n. 1, 2016, pagg. 30-33.

quotazioni delle materie prime alimentari e che in genere comporta un aumento dei prezzi.

I prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale potrebbero salire fino al 9 per cento se le attuali condizioni di El Niño si modificheranno fino a diventare di forte intensità. Se le condizioni di El Niño si sono già verificate, ed è quasi certo che il 2023 sarà dichiarato un anno con presenza di El Niño, vi è una maggiore incertezza circa l'intensità di tale evento¹¹. Le stime storiche, in cui si è tenuto conto degli andamenti del ciclo economico mondiale e dei prezzi dei fertilizzanti e dell'energia, indicano che un aumento della temperatura delle superfici oceaniche, corrispondente alla transizione di una manifestazione di El Niño da intensità normale a forte, farebbe aumentare i prezzi mondiali delle materie prime alimentari per un periodo fino a due anni, con un massimo del 9 per cento 16 mesi dopo l'inizio dell'episodio di El Niño di forte intensità (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò come risultato dei più elevati rischi e delle potenziali amplificazioni di eventi meteorologici estremi che una manifestazione di El Niño di forte intensità comporterebbe rispetto a una di intensità normale. I rischi al rialzo per le quotazioni delle materie prime alimentari derivanti dallo svilupparsi del fenomeno El Niño con caratteristica di forte intensità sono particolarmente pronunciati per soia, mais e riso, mentre gli effetti attesi sui prezzi sono al rialzo, ma trascurabili, per il frumento e pressoché inesistenti per caffè e cacao (cfr. il pannello b) del grafico B).

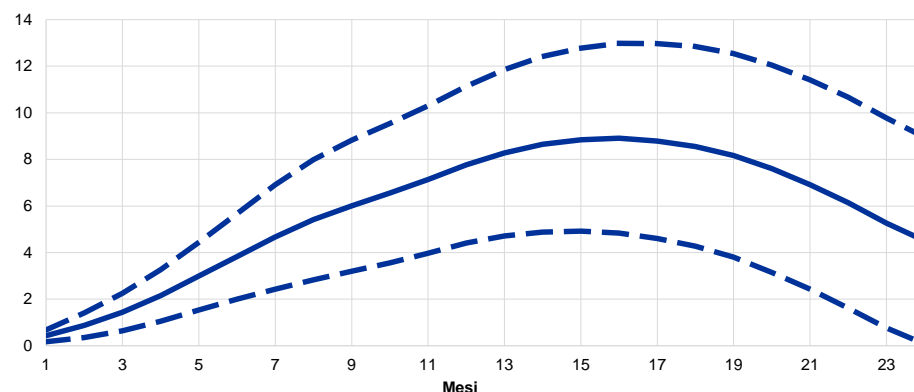
¹¹ 1 grado Celsius è la differenza tra una manifestazione di El Niño di intensità normale (anomalia di 0,5 gradi Celsius) e forte (anomalia di 1,5 gradi Celsius). Per quanto riguarda le probabilità attuali di un evento El Niño, cfr. il grafico A.

Grafico B

Stima degli effetti prodotti da una transizione da normale a forte dell'intensità di El Niño sui prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale

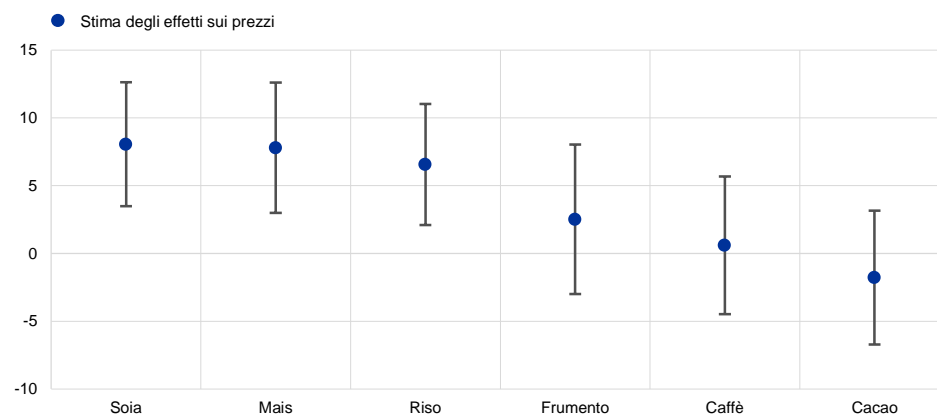
a) Effetti sui prezzi dopo l'inizio di un periodo di El Niño di forte intensità

(variazioni percentuali)



b) Effetti sui prezzi di alcune materie prime alimentari

(variazioni percentuali)



Fonti: Haver, Amministrazione nazionale statunitense per l'oceano e l'atmosfera (National Oceanic and Atmospheric Administration, NOAA) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'effetto stimato sui prezzi mostra l'impatto di un aumento di 1 grado Celsius della temperatura delle superfici oceaniche durante i fenomeni El Niño, tenendo conto dei prezzi dei fertilizzanti e del petrolio come costi degli input nella produzione alimentare e dell'attività industriale mondiale come indicatore del ciclo economico globale. Le funzioni di risposta a impulso sono state stimate con il metodo delle proiezioni locali elaborato da Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", vol. 95, n. 1, 2005, pagg. 161-182. I grafici mostrano intervalli di confidenza del 68 per cento. Il pannello b) mostra la stima dell'effetto sui prezzi dopo 16 mesi, basata sulla reazione massima dell'aggregato dei prezzi delle materie prime alimentari nel pannello a). Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

I mercati finanziari scontano i futuri aumenti dei prezzi, ma anche una maggiore incertezza riguardo a essi. Incorporare gli andamenti di El Niño migliora la precisione delle previsioni sulla volatilità futura dei prezzi delle materie prime alimentari¹². Ciò indica che gli operatori in strumenti derivati su materie prime potrebbero incorporare le prospettive relative a El Niño nelle contrattazioni sul mercato dei future. Per quanto riguarda le tre principali colture di cereali (soia, mais e frumento), i prezzi dei contratti future sono aumentati nella settimana successiva

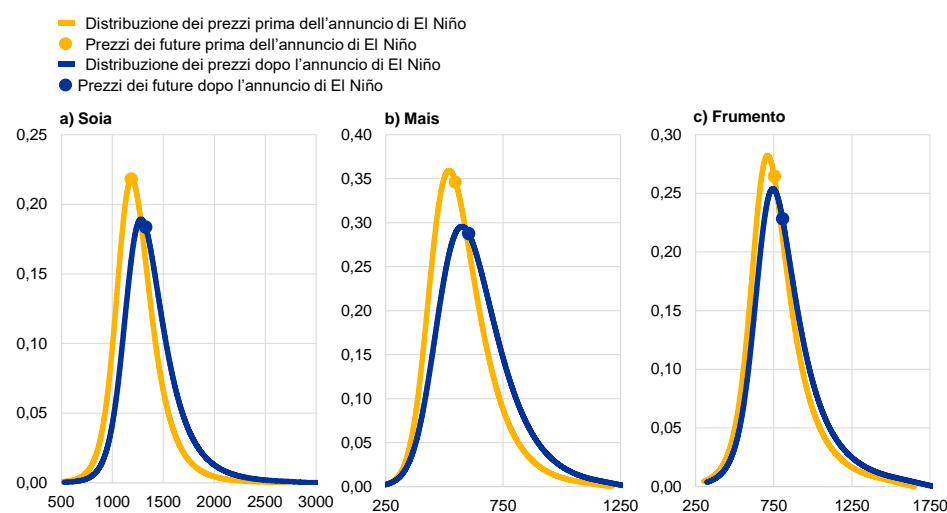
¹² Su et al. mostrano che l'integrazione degli andamenti di El Niño migliora le previsioni sulla volatilità futura dei prezzi nel mercato statunitense dei cereali. Cfr. Su, Y., Liang, C., Zhang, L. e Zeng, Q., "Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño- Southern oscillation", *International Review of Economics & Finance*, vol. 81, 2022, pagg. 98-112.

all'annuncio della NOAA dell'8 giugno riguardante il verificarsi delle condizioni di El Niño; nel contempo, è stata attribuita una probabilità di circa il 50 per cento allo sviluppo del fenomeno El Niño con intensità forte verso la fine dell'anno (cfr. il grafico C)¹³. Il livello e l'incertezza dei prezzi di soia e mais nell'estate del 2024 sono aumentati significativamente. I prezzi della soia sono saliti del 12 per cento e quelli del mais del 10 per cento, mentre la deviazione standard delle distribuzioni è aumentata rispettivamente del 24 e del 23 per cento. Secondo gli analisti di mercato, tali andamenti hanno rispecchiato principalmente l'evoluzione sfavorevole delle condizioni meteorologiche nell'emisfero settentrionale agli inizi di giugno, in un contesto in cui l'andamento di El Niño ha creato ulteriori incertezze sulle prospettive per i raccolti. L'impatto sul frumento, che storicamente si è mantenuto meno sensibile alle manifestazioni di El Niño di forte intensità, è stato più contenuto: i prezzi sono aumentati del 7 per cento e la deviazione standard del 13 per cento. Nel complesso, le variazioni delle distribuzioni dei prezzi implicite nelle opzioni riflettono le potenziali pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime alimentari e l'aumento dell'incertezza sui prezzi innescata dagli sviluppi in atto di El Niño.

Grafico C

Distribuzioni di prezzo implicite nelle opzioni prima e dopo l'annuncio di El Niño

(assi delle ascisse: dollari statunitensi per bushel; assi delle ordinate: valori percentuali)



Note: le distribuzioni neutrali al rischio implicite nelle opzioni sono calcolate seguendo l'approccio di Black, F. e Scholes, M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, vol. 81, n. 3, 1973, pagg. 637-654, sulla base dei contratti future di luglio 2024 del Chicago Board of Trade relativi a soia, mais e grano rosso duro invernale. I tassi OIS (overnight index swap) sono utilizzati come input per il tasso di interesse privo di rischio. L'incertezza sui prezzi è misurata in base all'ampiezza delle distribuzioni implicite nelle opzioni. Le date di ultimo aggiornamento per i periodi antecedente e successivo all'annuncio di El Niño sono state rispettivamente il 7 e il 16 giugno 2023.

¹³ Pesi rispettivi di soia, mais e frumento nell'indice dell'HWWI (Hamburg Institute of International Economics) relativo ad alimenti e bevande (basato sulle importazioni dei paesi dell'UEM): 14 per cento, 14 per cento e 8 per cento.

2 Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Il presente riquadro analizza la dispersione dell'attività economica osservata di recente tra paesi e settori ed esamina il ruolo svolto dall'effetto delle riaperture che hanno fatto seguito alla revoca, nello scorso anno, delle restrizioni legate al coronavirus (COVID-19). Dall'inizio del 2022 la crescita del prodotto nell'area dell'euro si è indebolita in misura significativa. In parallelo, la dispersione della crescita fra paesi e settori, che pure rimane persistente, ha fatto registrare una diminuzione. Il perdurare di tale dispersione indica un'economia a due velocità, con una crescita relativamente modesta nel settore manifatturiero, in parte indotta dall'indebolimento della domanda mondiale e dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento nell'area dell'euro, e una crescita invece relativamente robusta nei servizi, sostenuta dagli effetti delle riaperture. Tuttavia, indagini recenti suggeriscono che nel prossimo futuro tale dispersione potrebbe ridursi: se da un lato l'impulso derivante dall'impatto delle riaperture si sta indebolendo, dall'altro si sta rafforzando la propagazione di alcune altre forze tra i vari settori.

All'inizio del 2023 la dispersione della crescita tra i paesi dell'area dell'euro era ancora relativamente elevata, mentre quella tra i settori era in linea con i livelli precedenti la pandemia. Per tener conto delle dimensioni in termini economici dei paesi e dei settori, la dispersione della crescita è misurata in base alla deviazione standard ponderata della variazione annuale del valore aggiunto reale lordo in tutti i paesi dell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda) e in tutti i settori¹. Entrambe le misure hanno raggiunto livelli senza precedenti in seguito all'insorgere del COVID-19, per poi diminuire significativamente nel 2022, sebbene non al medesimo ritmo (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel primo trimestre del 2023 la dispersione della crescita tra paesi si è mantenuta più elevata rispetto al periodo pre-pandemia, mentre la dispersione tra settori è tornata sui livelli precedenti l'emergenza sanitaria. La maggiore dispersione della crescita tra paesi sembra essere collegata al perdurare di una maggiore dispersione della crescita dei servizi a elevata intensità di contatti che, seppur più contenuta rispetto al picco registrato durante la pandemia, si è mantenuta su livelli storicamente elevati (cfr. il pannello b) del grafico A)². Per contro, la dispersione della crescita tra paesi nel settore manifatturiero è tornata sui livelli precedenti la pandemia.

¹ Cfr. anche il riquadro 1 *La maggiore diffusione della crescita economica nell'area dell'euro* nel numero 1/2017 di questo Bollettino.

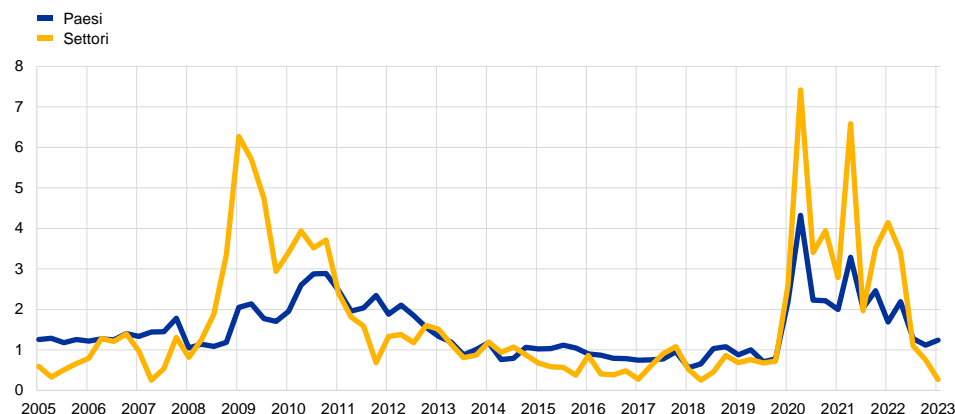
² La dicitura "Servizi a elevata intensità di contatti" è utilizzata per riferirsi in maniera sintetica al commercio all'ingrosso e al dettaglio, nonché ai trasporti, ai servizi alberghieri e di ristorazione (in linea con la classificazione NACE Rev. 2).

Grafico A

Dispersione della crescita del valore aggiunto

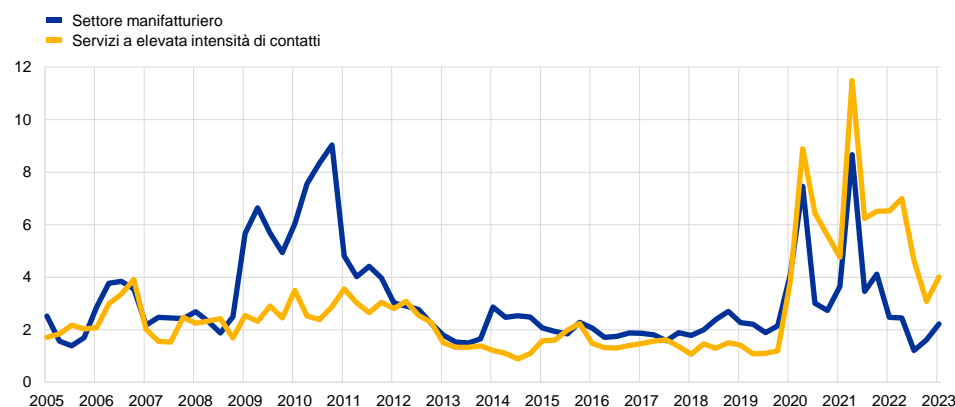
a) Dispersione della crescita del valore aggiunto tra paesi e settori dell'area dell'euro

(in punti percentuali)



b) Dispersione della crescita del valore aggiunto nel settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti tra i paesi dell'area dell'euro

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la dispersione della crescita tra paesi è misurata come deviazione standard ponderata della variazione annuale del valore aggiunto in tutti i paesi dell'area dell'euro, esclusa l'Irlanda. La dispersione della crescita tra settori è misurata come deviazione standard ponderata della variazione annuale del valore aggiunto dei settori manifatturiero, delle costruzioni e dei servizi a elevata intensità di contatti, oltre che di una combinazione di altri settori. La dispersione della crescita tra paesi nel settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti è misurata come deviazione standard ponderata della variazione annuale del valore aggiunto in tutti i paesi dell'area dell'euro, esclusa l'Irlanda. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

Nel primo trimestre del 2023 la crescita economica si è confermata più sostenuta nei paesi in cui i servizi a elevata intensità di contatti rivestono maggiore importanza per l'economia nel suo insieme. Nel 2022 il prodotto

riconducibile ai servizi a elevata intensità di contatti è cresciuto a un ritmo più sostenuto nei paesi in cui tali servizi rappresentano una quota dell'economia più rilevante (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò riflette in parte il profilo di crescita che si è delineato successivamente all'insorgere della pandemia, quando in tali paesi si è registrata una contrazione economica relativamente brusca con riferimento ai servizi a elevata intensità di contatti. La crescita relativamente sostenuta dei servizi a elevata intensità di contatti nei paesi in cui questi ultimi rivestono un ruolo di maggior rilievo è proseguita nel primo trimestre del 2023. In tali paesi questo tipo di servizi ha superato i livelli precedenti la pandemia in misura relativamente maggiore rispetto ai paesi in cui sono meno importanti. Ciò dimostra che i paesi con una maggiore

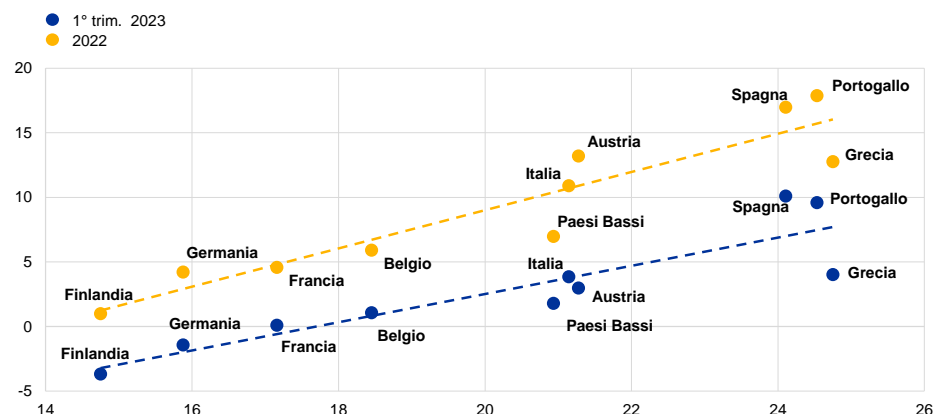
dipendenza dai servizi a elevata intensità di contatti hanno continuato a beneficiare in misura maggiore dello slancio registrato in tali settori, il che ha anche portato, nel complesso, a un incremento del valore aggiunto relativamente più marcato (cfr. il pannello b) del grafico B). Per contro, i paesi che dipendono maggiormente dal settore manifatturiero hanno perlopiù registrato una minore crescita del valore aggiunto totale nel primo trimestre del 2023, rispecchiando l'espansione lievemente più debole di tale settore rispetto ai servizi a elevata intensità di contatti. La crescita nel settore manifatturiero dei paesi dell'area dell'euro si è distribuita, tuttavia, in modo molto più omogeneo, a indicare che le sue determinanti attuali incidono in modo più uniforme in tali paesi rispetto alle determinanti dei servizi a elevata intensità di contatti.

Grafico B

Relazione tra le dimensioni del settore dei servizi a elevata intensità di contatti e la crescita di tale settore, nonché tra le dimensioni del settore e la crescita del valore aggiunto totale nei paesi dell'area dell'euro

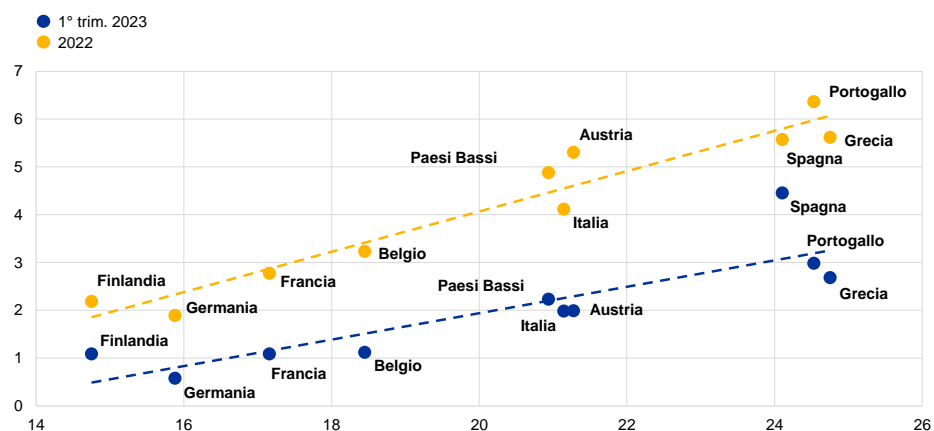
a) Dimensioni del settore dei servizi a elevata intensità di contatti e crescita del valore aggiunto dei servizi a elevata intensità di contatti

(asse delle ascisse: quota media del valore aggiunto dei servizi a elevata intensità di contatti sul totale del valore aggiunto nel 2022; asse delle ordinate: crescita sull'anno precedente del valore aggiunto dei servizi a elevata intensità di contatti)



b) Dimensioni del settore dei servizi a elevata intensità di contatti e crescita del valore aggiunto totale

(asse delle ascisse: quota media del valore aggiunto dei servizi a elevata intensità di contatti sul totale del valore aggiunto nel 2022, asse delle ordinate: crescita sull'anno precedente del valore aggiunto totale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i grafici mostrano i dieci maggiori paesi dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda (importanti da analizzare in quanto i loro risultati sono significativi per l'insieme dell'area dell'euro), coerentemente con il calcolo della dispersione della crescita del valore aggiunto (cfr. il grafico A). I trend lineari sono riportati sotto forma di linee tratteggiate. I tassi di crescita sull'anno precedente relativi al 2022 si riferiscono alle medie annue dei tassi di crescita di ciascun trimestre rispetto al periodo corrispondente del 2021.

Un modello empirico mostra che variazioni inattese delle restrizioni alla mobilità incidono in maniera sproporzionata sui servizi a elevata intensità di contatti rispetto al settore manifatturiero. È stato stimato un modello autoregressivo vettoriale bayesiano che quantifica l'impatto della riapertura dell'economia sulla crescita del valore aggiunto sia nel settore manifatturiero sia nei servizi a elevata intensità di contatti, sfruttando dati relativi all'area dell'euro che coprono il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2023. Il modello utilizza l'indice composito di mobilità di Google (Google Mobility Index, GMI) per misurare l'impatto delle chiusure legate alla pandemia e della

successiva riapertura dell'economia attraverso le variazioni volontarie e involontarie nella mobilità degli individui. Il modello incorpora questo indice assieme al Global Supply Chain Pressure Index della Federal Reserve Bank of New York (un indicatore della domanda esterna dell'area dell'euro), ai prezzi dell'energia, al valore aggiunto nel settore manifatturiero, nei servizi a elevata intensità di contatti e in una combinazione di altri settori, al deflatore dei consumi privati, al tasso di interesse e al tasso di cambio. Il modello individua le restrizioni connesse con l'emergenza sanitaria e gli shock legati alle successive riaperture (ossia gli shock pandemici), ipotizzando che una variazione inattesa del GMI abbia un impatto immediato sul settore manifatturiero e sui servizi a elevata intensità di contatti³. I risultati mostrano che un calo inatteso del GMI (ossia uno shock riconducibile alle restrizioni connesse con la pandemia) determina una riduzione sostanziale dell'attività sia nel settore manifatturiero sia nei servizi a elevata intensità di contatti, con questi ultimi che evidenziano un calo più marcato. Simmetricamente, un aumento inatteso del GMI (ossia uno shock dato dalla riapertura) induce un incremento nei servizi a elevata intensità di contatti più forte rispetto al settore manifatturiero (cfr. il pannello a) del grafico C).

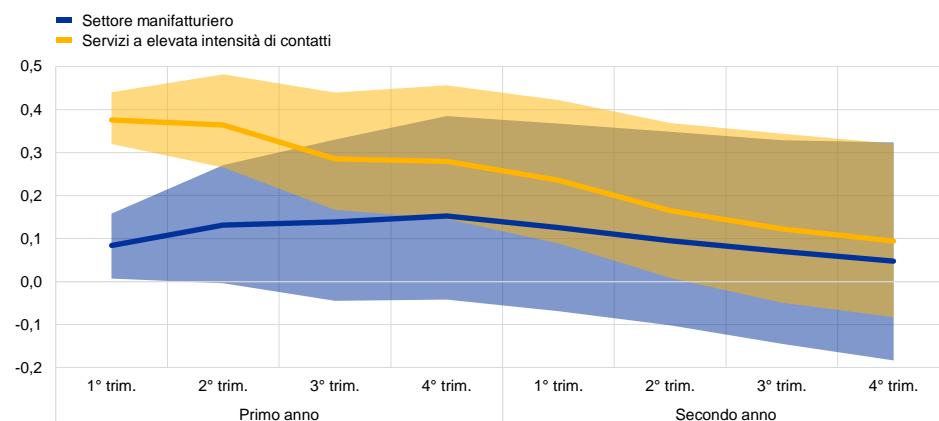
³ Ciò si ottiene mediante una scomposizione di Cholesky nella quale il GMI viene collocato dopo le variabili mondiali e prima di quelle specifiche per l'area dell'euro. Il modello include quattro ritardi per ciascuna variabile, con tutte le variabili espresse in logaritmi (ad eccezione del GMI e dei tassi di interesse) e tiene conto della volatilità eccezionalmente elevata dei dati compresi tra il primo e il terzo trimestre del 2020. Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G., ["How to estimate a vector autoregression after March 2020"](#), *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, giugno/luglio 2022, pagg. 688-699. Per il Global Supply Chain Pressure Index, cfr. Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J. e Noble, A., ["A New Barometer of Global Supply Chain Pressures"](#), *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, gennaio 2022. L'indice GMI è disponibile per il periodo compreso tra gennaio 2020 e ottobre 2022 e si ipotizza che sia pari a zero per gli altri periodi inclusi nel campione, il che implica in particolare l'assenza di restrizioni alla mobilità dopo il mese di ottobre 2022.

Grafico C

Valore aggiunto del settore manifatturiero e dei servizi a elevata intensità di contatti

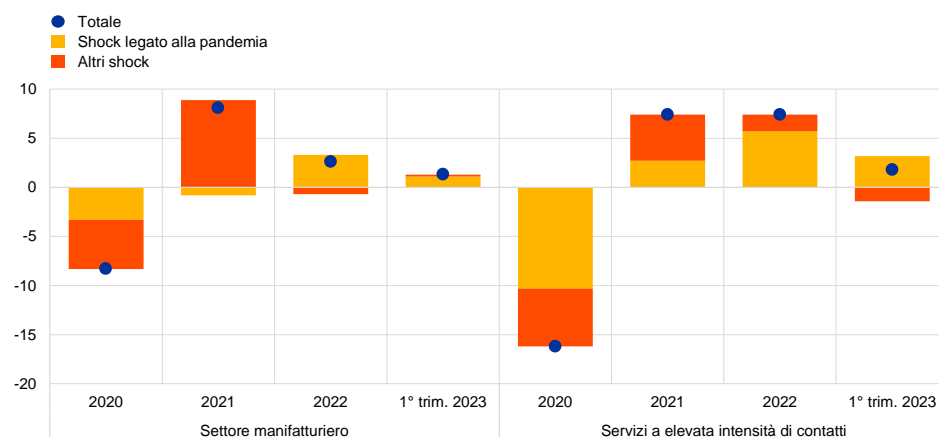
a) Impatto di un aumento inatteso dell'indice GMI composito sull'attività nel settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti

(valori percentuali)



b) Determinanti stimate della crescita del valore aggiunto nel settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti

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



Fonti: Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i risultati si basano su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano. Gli shock pandemici sono stati individuati attraverso una scomposizione di Cholesky ipotizzando che una variazione inattesa dell'indice GMI composito abbia un impatto immediato sul settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti. Il pannello a) mostra gli effetti di un aumento inatteso del GMI (ossia uno shock dato dalla riapertura). Gli effetti di un calo inatteso del GMI (ossia uno shock legato alle restrizioni connesse con la pandemia) sono simmetrici. Le aree ombreggiate del pannello a) si riferiscono agli intervalli di confidenza del 90 per cento. Nel pannello b) non viene riportato il contributo stimato della costante (ossia la crescita tendenziale). Inoltre, i tassi di crescita sui dodici mesi per il 2020, il 2021 e il 2022 si riferiscono alle medie annue dei tassi di crescita trimestrali sul periodo corrispondente. Tutti i tassi di crescita sono espressi in logaritmi.

Nel primo trimestre del 2023 gli effetti delle riaperture hanno continuato a rappresentare una determinante significativa del differenziale di crescita tra il settore manifatturiero e i servizi a elevata intensità di contatti, ma rispetto al 2022 si sono, nel complesso, indeboliti. La scomposizione della crescita del valore aggiunto nel settore manifatturiero e nei servizi a elevata intensità di contatti basata sul modello suggerisce che le variazioni nell'impatto degli shock legati alla pandemia registrate tra i settori abbiano rivestito un ruolo significativo nelle differenze osservate nell'andamento dei settori a partire dal 2020, in un contesto in cui le chiusure generalizzate e la successiva riapertura dell'economia hanno inciso maggiormente sui servizi a elevata intensità di contatti (cfr. il pannello b) del

grafico C). All'inizio del 2023 gli effetti delle riaperture erano ancora osservabili, sebbene con impulsi alla crescita più contenuti rispetto al 2022 sia per quanto riguarda il settore manifatturiero, sia per i servizi a elevata intensità di contatti. Nel contempo, altri shock hanno iniziato a trasmettersi ai servizi a elevata intensità di contatti, esercitando invece un minor impatto sulla crescita nel settore manifatturiero. Tale quadro è coerente con l'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta che potrebbero, tuttavia, essere stati compensati da un calo della domanda mondiale e interna, nonché da condizioni di finanziamento più restrittive nell'area dell'euro⁴.

Nel corso del 2023 gli effetti della riapertura dell'economia dovrebbero continuare a venir meno e altri fattori dovrebbero assumere maggior rilievo.

A causa del graduale venir meno degli effetti delle riaperture e in virtù della propagazione nel sistema economico di altre forze, quali l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, è probabile che nel prossimo futuro lo slancio si indebolisca ulteriormente sia nel settore manifatturiero sia nei servizi a elevata intensità di contatti, determinando un calo della dispersione della crescita tra settori. L'attenuarsi della dinamica espansiva dei servizi a elevata intensità di contatti dovrebbe altresì portare a una riduzione, nei vari paesi, della dispersione della crescita del valore aggiunto per tali servizi, nonché per l'attività economica nel suo insieme. Nel complesso, tale diminuzione della dispersione della crescita tra settori e paesi riflette prospettive più deboli per l'attività economica nel breve termine, come si evince anche dalle proiezioni macroeconomiche di settembre 2023 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro.

⁴ Per contro, altri shock spiegano la maggiore capacità di tenuta e la più rapida ripresa del settore manifatturiero dopo l'insorgere della pandemia, che è in linea con la ripresa tempestiva e vigorosa della domanda mondiale di beni manufatti. Quest'ultima dinamica non si è tuttavia trasmessa del tutto all'attività manifatturiera a causa delle turbative lungo le catene di approvvigionamento e, successivamente, dell'impatto della crisi energetica. Sebbene lo spostamento della domanda mondiale dai servizi ai beni sia collegato alla pandemia, esso non viene rilevato dagli shock pandemici individuati in quanto tali, giacché tali shock misurano le variazioni inattese nella mobilità delle persone e non riflettono necessariamente le variazioni inattese nelle preferenze di consumo di queste ultime. Tuttavia, la risposta più debole del settore manifatturiero rispetto a quella dei servizi a elevata intensità di contatti, dovuta a una variazione inattesa della mobilità, potrebbe in qualche misura essere ricondotta a una riallocazione dei consumi delle persone dai servizi ai beni, il che spiegherebbe in parte il minore impatto dello shock legato alla mobilità sul valore aggiunto del settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi a elevata intensità di contatti.

3 Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti

a cura di Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández e Marco Weißler

Nel mercato del lavoro dell'area dell'euro si è recentemente osservata una tendenza rilevante: una marcata ripresa della partecipazione. In particolare, nell'ultimo anno e mezzo il principale fattore della crescita dell'occupazione è stato il forte afflusso di persone entrate a far parte delle forze di lavoro, piuttosto che un marcato calo del numero di disoccupati. Il presente riquadro offre una panoramica dei recenti andamenti delle forze di lavoro dell'area dell'euro, sulla base dei dati dell'Eurostat e dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES). Analizza altresì le determinanti avvalendosi di un modello di autoregressione vettoriale bayesiana a frequenza mista (mixed-frequency Bayesian vector autoregression, MF-BVAR), al fine di distinguere i fattori di spinta e attrazione che sono alla base della dinamica delle forze di lavoro¹.

Attualmente le forze di lavoro superano il livello precedente la pandemia, dopo averlo raggiunto alla fine del 2022. Più di recente il numero di persone attive è tornato sulla tendenza di lungo periodo osservata prima dell'emergenza sanitaria (cfr. il grafico A), in particolare grazie al contributo dei lavoratori stranieri². La differenza esistente tra gli andamenti di breve e lungo periodo antecedenti la pandemia rileva la variazione della crescita demografica, in forte calo dal 2008. A giugno 2023 le forze di lavoro, desunte dai dati mensili sulla disoccupazione, superavano di circa 3,8 milioni il livello registrato a gennaio 2020. Dati trimestrali di dettaglio, ottenuti dall'indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, LFS), mostrano che i lavoratori migranti, soprattutto provenienti dall'esterno dell'UE, hanno avuto un ruolo rilevante nelle dinamiche delle forze di lavoro durante la pandemia di COVID-19. Nella fase iniziale dell'emergenza sanitaria, dal quarto trimestre del 2019 al quarto trimestre del 2020, le forze di lavoro straniere sono diminuite in misura proporzionalmente maggiore (2,0 per cento) rispetto al totale delle forze di lavoro (1,2 per cento). Dal primo trimestre del 2021 fino al primo trimestre del 2023, al contrario, i lavoratori stranieri hanno rappresentato il 41 per cento dell'aumento complessivo delle forze di lavoro, innalzando la propria quota dal 10,3 all'11,4 per cento.

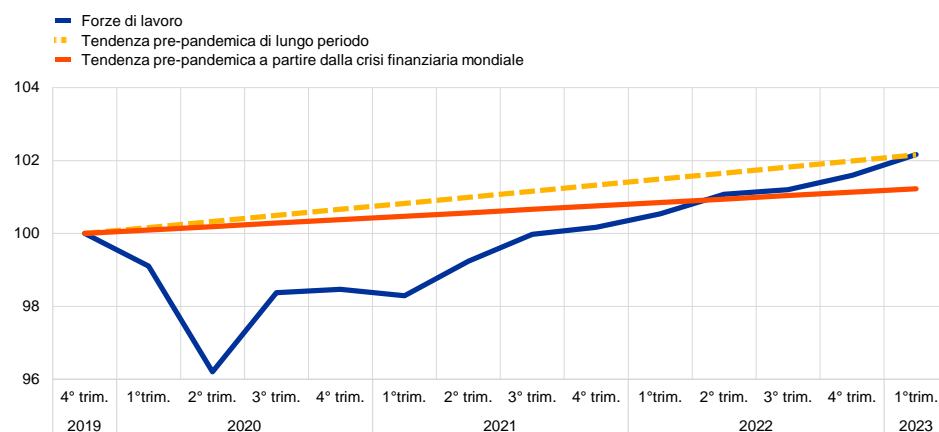
¹ Oltre all'analisi degli andamenti delle forze di lavoro, per condurre un esame approfondito delle implicazioni della crescita occupazionale per il grado di tensione del mercato del lavoro e per la crescita salariale è necessario considerare le dimensioni settoriali di tale mercato e il contributo fornito dalla media delle ore lavorate (margine intensivo). Cfr., ad esempio, "More jobs but fewer working hours", *Il blog della BCE*, 7 giugno 2023, sulle differenze tra occupazione e totale delle ore lavorate e sul ruolo importante rivestito dalle ore medie lavorate durante la pandemia e la crisi energetica. Cfr. anche il riquadro 1 *Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19* nel numero 6/2022 di questo Bollettino.

² L'aumento delle forze di lavoro dell'area dell'euro non è stato omogeneo tra i vari gruppi sociodemografici. Ad esempio, i tassi di partecipazione dei lavoratori scarsamente qualificati e di quelli in piena età lavorativa hanno avuto un recupero minore dall'inizio della pandemia (cfr. il grafico 9 dell'articolo 2 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino).

Grafico A

Forze di lavoro nell'area dell'euro e tendenze pre-pandemiche lineari

(indice: 4° trimestre 2019 = 100)



Fonti: Eurostat, base dati del modello della BCE per l'intera area dell'euro ed elaborazioni degli autori.

Note: la voce "Tendenza pre-pandemica di lungo periodo" si riferisce al periodo 1995-2019, mentre la voce "Tendenza pre-pandemica a partire dalla crisi finanziaria mondiale" riguarda il periodo 2009-2019. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2023.

Negli ultimi anni una quota crescente di nuovi assunti nell'area dell'euro era precedentemente inattiva.

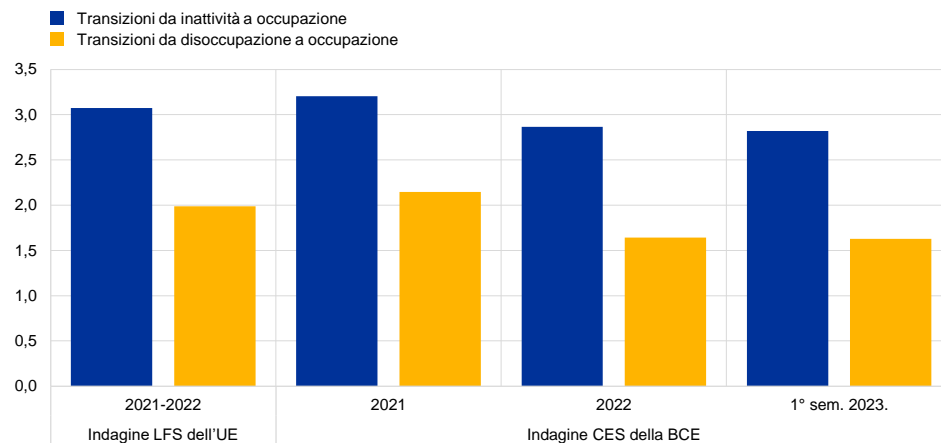
Le transizioni da inattività a occupazione hanno rappresentato la determinante principale dell'aumento dell'occupazione. In base ai dati desunti dall'indagine CES, le transizioni da disoccupazione a occupazione hanno rappresentato l'1,6 per cento dell'occupazione totale, mentre quelle da inattività a occupazione il 2,8 per cento (cfr. il grafico B). Ne consegue che soltanto il 37 per cento circa delle persone neoassunte nella prima metà del 2023 era disoccupato nel trimestre precedente. Tale evidenza è in linea con i dati dell'Eurostat, secondo cui nel 2022 le transizioni da inattività a occupazione hanno rappresentato il 60 per cento dei nuovi assunti, a differenza del periodo 2011-2019, quando le transizioni da disoccupazione a occupazione erano pari al 51 per cento dei neoassunti³.

³ Se si considera la composizione per paese nelle transizioni del mercato del lavoro desunte dall'indagine sulle forze di lavoro, la quota di chi è passato dalla condizione di inattività a quella di occupazione è aumentata dal 49 per cento nel periodo 2011-2019 al 55 per cento nel periodo 2021-2022. L'aumento delle transizioni da inattività a occupazione rispetto a quelle da disoccupazione a occupazione potrebbe riflettere altresì un tasso di disoccupazione inferiore nell'ultimo periodo. Tra il 2011 e il 2019 il tasso di disoccupazione medio era pari al 10,2 per cento, contro il 7,3 per cento del periodo compreso tra il 2021 e il 2022.

Grafico B

Transizioni verso l'occupazione

(quota in percentuale dell'occupazione)



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'UE (EU Labour Force Survey, LFS) e indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

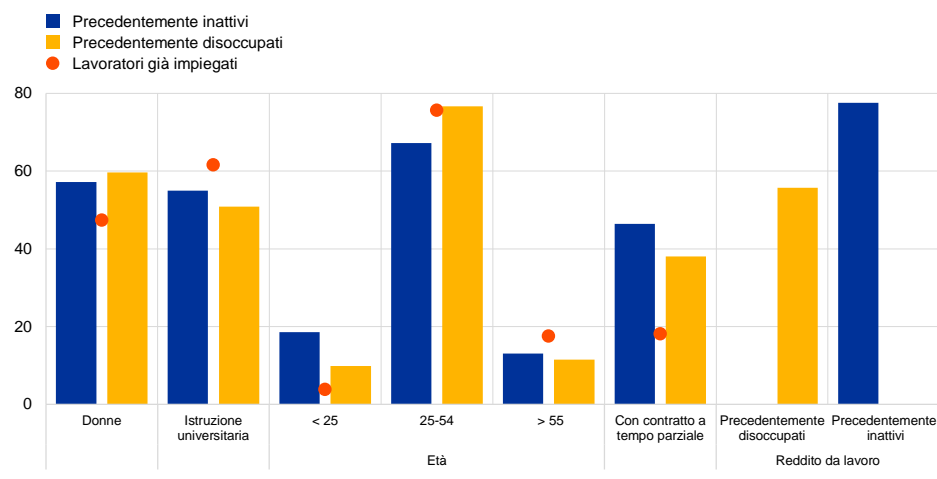
Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, i neoassunti e i lavoratori già impiegati presentano caratteristiche differenti, anche in termini di reddito da lavoro.

Mediamente, coloro che sono stati assunti da poco sono più giovani e hanno un livello di istruzione inferiore rispetto ai lavoratori già impiegati, cioè occupati prima delle nuove transizioni. È anche più probabile che siano donne, che abbiano un contratto a tempo parziale e livelli inferiori di reddito da lavoro (cfr. il grafico C). I disoccupati che vengono assunti guadagnano circa il 55 per cento del reddito da lavoro dei lavoratori già impiegati, mentre chi passa direttamente da una condizione di inattività a una di occupazione presenta un livello medio di reddito da lavoro che equivale approssimativamente all'80 per cento di quello dei lavoratori già impiegati. Le caratteristiche individuali e professionali spiegano solo in parte le differenze osservate tra i redditi da lavoro. Tuttavia, è probabile che le differenze in termini di reddito da lavoro osservate tra i neoassunti provenienti da una condizione di inattività e quelli precedentemente disoccupati determinino effetti di composizione di lieve entità sulla crescita complessiva dei salari.

Grafico C

Caratteristiche dei neoassunti

(quota in percentuale dell'occupazione, valori percentuali)



Fonte: indagine CES della BCE.

Note: le colonne di destra mostrano il reddito da lavoro dei neoassunti in confronto a quello dei lavoratori già impiegati. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2023.

La più elevata partecipazione dei lavoratori precedentemente inattivi potrebbe allentare le tensioni sul mercato del lavoro.

Potrebbe altresì contribuire a moderare la crescita salariale, a seconda dei fattori che determinano l'aumento delle forze di lavoro. Se le variazioni dei tassi di ingresso sono determinate da uno shock positivo dal lato della domanda (ad esempio una maggiore richiesta di lavoratori altamente qualificati), allora si dovrebbe osservare anche una pressione al rialzo sui salari dei lavoratori già impiegati; tuttavia, se tali variazioni sono conseguenti a uno shock positivo dal lato dell'offerta (ad esempio l'afflusso di migranti), allora i nuovi ingressi nelle forze di lavoro potrebbero contribuire a limitare le rivendicazioni salariali dei lavoratori già impiegati.

Per quantificare le determinanti principali della partecipazione al mercato del lavoro e la rilevanza relativa nel ciclo economico, si utilizza un modello stimato per l'area dell'euro⁴.

Tale modello mira a individuare gli effetti delle forze sottostanti, come la tecnologia e le condizioni della domanda aggregata, nonché altre determinanti, quali gli andamenti demografici, l'intensità nella ricerca di un posto di lavoro o il numero di ore lavorate (offerta di lavoro), lo squilibrio esistente tra domanda e offerta di lavoro e il potere contrattuale dei lavoratori, che riflette, ad esempio, gli adeguamenti dei salari minimi.

Il modello mostra che a partire dalla pandemia le condizioni sia di domanda sia di offerta in termini aggregati sono state determinanti fondamentali.

Ogni porzione degli istogrammi nel grafico D rappresenta il contributo individuale

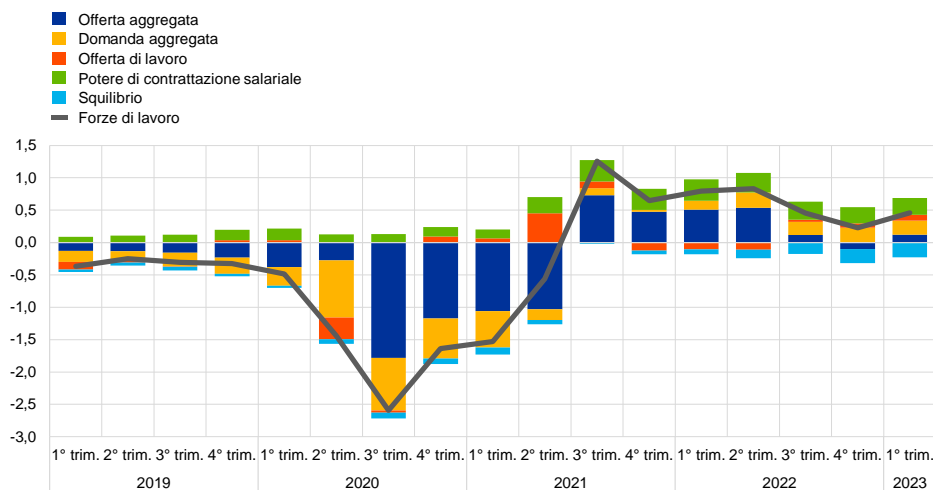
⁴ Basato su Consolo, A., Foroni, C. e Martínez Hernández, C., "A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n. 5, ottobre 2023, pagg. 1048-1082. Il modello empirico è un'autoregressione vettoriale bayesiana a frequenza mista (MF-BVAR) stimata usando le informazioni su inflazione, produzione industriale, salari, disoccupazione, posti di lavoro vacanti e forze di lavoro. Il modello è una rappresentazione empirica di un modello di equilibrio generale in cui shock, sia aggregati sia specifici del mercato del lavoro, determinano la dinamica delle forze di lavoro.

degli shock strutturali espresso come deviazione dalle componenti deterministiche stimate nel periodo compreso tra il primo trimestre del 1998 e il primo trimestre del 2023. Le condizioni di offerta aggregata (porzioni blu) e domanda aggregata (porzioni gialle) rappresentano la causa principale della diminuzione delle forze di lavoro durante la pandemia e della loro crescita durante la ripresa successiva all'emergenza sanitaria. Tali determinanti tengono conto dei cambiamenti tecnologici, delle restrizioni alla mobilità legate alla pandemia, delle variazioni della domanda aggregata e delle modifiche settoriali asimmetriche.

Inoltre, gli shock specifici del mercato del lavoro hanno fornito ulteriore slancio alle forze di lavoro. L'aumento di potere contrattuale dei lavoratori (porzioni verdi) è probabilmente associato a: a) il diffuso aumento dei salari minimi, che ha contribuito a incoraggiare il rientro dei lavoratori marginali nelle forze di lavoro; b) la diminuzione dell'immigrazione durante gli anni del COVID-19; c) la crescente carenza di manodopera. Il miglioramento dell'offerta di lavoro (porzioni rosse), a sua volta, è probabilmente connesso con la ripresa, più recente, dei flussi di immigrazione. Disallineamenti nelle competenze specifiche richieste per ciascun settore continuano, ciononostante, a esercitare un freno sulle forze di lavoro, come evidenziato dal crescente contributo negativo derivante dalla componente di squilibrio tra domanda e offerta di lavoro (porzioni turchesi).

Grafico D
Determinanti delle forze di lavoro nel modello

(valori percentuali; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: per maggiori dettagli sul modello, cfr. la nota 4 a piè di pagina. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

In conclusione, il forte aumento delle forze di lavoro ha implicazioni importanti per la comprensione delle dinamiche del mercato del lavoro e della sua ciclicità. In primo luogo, poiché ci sono più persone disponibili a lavorare, oltre ai disoccupati, una misura ciclica della capacità produttiva inutilizzata nel mercato del lavoro deve considerare la quota crescente di passaggi dalla condizione di inattività a quella di occupazione. Inoltre, a parità di condizioni, è probabile che un aumento dell'offerta di lavoro abbia un effetto di mitigazione sulle pressioni salariali.

Principali determinanti della recente inflazione: la percezione dei consumatori

a cura di Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler e Pedro Neves

La percezione da parte dei consumatori dei fattori alla base dell'inflazione può avere un peso determinante nelle loro scelte economiche e nella formazione delle loro aspettative riguardo all'inflazione stessa. In genere le convinzioni individuali, trainate dalle narrative dominanti, hanno effetti sia sulle scelte sia sulle aspettative dei consumatori¹ e una delle narrative che possono influenzare il comportamento economico è costituita da ciò che si pensa riguardo all'origine dell'inflazione. Negli ultimi tempi il dibattito sulle principali cause dell'aumento dei prezzi si è fatto più acceso². È un tema importante, perché può incidere sulle aspettative dei consumatori riguardo all'inflazione futura e sul loro comportamento effettivo³. In tale contesto, nell'ambito dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE a giugno 2023, è stato chiesto ai consumatori quale fosse stato, a loro parere, il principale fattore all'origine delle variazioni del livello generale dei prezzi di beni e servizi nel loro paese negli ultimi dodici mesi⁴. Il questionario prevedeva tre possibili risposte, in cui venivano riportati i tre principali fattori contabili che contribuiscono alla definizione dei prezzi dal lato delle imprese (utili, retribuzioni e costi di altri input)⁵.

¹ Riguardo a come le narrative dominanti influenzino eventi e comportamenti, cfr., ad esempio, Shiller, R.J., *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

² Cfr. Lagarde, C., "Spezzare la persistenza dell'inflazione", intervento tenuto in occasione dell'*ECB Forum on Central Banking 2023* sul tema "Stabilizzazione macroeconomica in un contesto di inflazione volatile", a Sintra (Portogallo) il 27 giugno 2023; Bernanke, B. e Blanchard, C., "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?", documento preparato per la conferenza *The Fed: Lessons learned from the past three years*, svoltasi presso l'Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy dell'Hutchins Institute il 23 maggio 2023; Hansen, N.-J., Toscani, F. e Zhou, J., "Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains", blog dell'FMI, Fondo monetario internazionale, 26 giugno 2023.

³ Se, ad esempio, essi credono che l'inflazione sia dovuta a un aumento dei costi degli input (come i prezzi dell'energia e delle materie prime), riterranno più probabilmente che l'inflazione avrà natura transitoria e questo potrebbe indurre le aspettative di inflazione a convergere più rapidamente sull'obiettivo. Se, viceversa, ritengono che le determinanti principali dell'inflazione siano le retribuzioni e gli utili, l'inflazione futura potrebbe essere percepita come più persistente e le aspettative in merito potrebbero risultare più disancorate. Inoltre, se i consumatori riconducono l'aumento dei prezzi ai costi dei fattori di produzione per le imprese, potrebbero essere più propensi a pagare prezzi più elevati che non nel caso in cui credano che il principale fattore trainante siano i profitti delle aziende.

⁴ La domanda posta era la seguente: "A suo parere, qual è stato il principale fattore all'origine della variazione del livello generale dei prezzi di beni e servizi nel suo paese negli ultimi 12 mesi?". Le risposte possibili erano: "1. La determinante principale sono stati gli utili delle imprese"; "2. La determinante principale sono stati i costi salariali sostenuti dalle imprese"; "3. La determinante principale sono stati i costi degli altri input sostenuti dalle imprese (ad esempio energia, materie prime o altri costi operativi)". Il campione era rappresentativo delle sei principali economie dell'area dell'euro (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi) e constava di 10.308 risposte complessive per tutti i paesi (di cui 845 per il Belgio, 1.797 per la Germania, 2.268 per la Spagna, 2.264 per la Francia, 2.267 per l'Italia e 867 per i Paesi Bassi).

⁵ Poiché erano possibili effetti d'ordine suscettibili di indurre gli intervistati a preferire la prima o l'ultima opzione, l'ordine delle risposte proposte è stato randomizzato per più di 10.000 intervistati. L'ordine in cui erano presentate le opzioni possibili ha avuto un impatto sulle risposte significativo dal punto di vista statistico, ma contenuto dal punto di vista economico e non rilevante in termini di medie aggregate o di classificazione delle tre opzioni.

La maggior parte dei consumatori ha ritenuto che le variazioni dei prezzi fossero determinate principalmente da fattori legati al costo degli input, mentre gli utili societari hanno totalizzato il secondo maggior numero di risposte e le retribuzioni il terzo. Il pannello a) del grafico A mostra la distribuzione delle risposte. I costi degli altri fattori di produzione (cioè quelli diversi dalle retribuzioni), tra cui i beni energetici e gli input intermedi, sono stati scelti come determinante da una netta maggioranza degli intervistati (pari a circa il 65 per cento). Gli utili delle aziende hanno raccolto il secondo maggior numero di risposte, cioè il 25 per cento, mentre le retribuzioni il terzo con l'8 per cento. Il posizionamento relativo delle varie opzioni è risultato coerente tra i vari paesi e in tutte le scomposizioni demografiche possibili⁶.

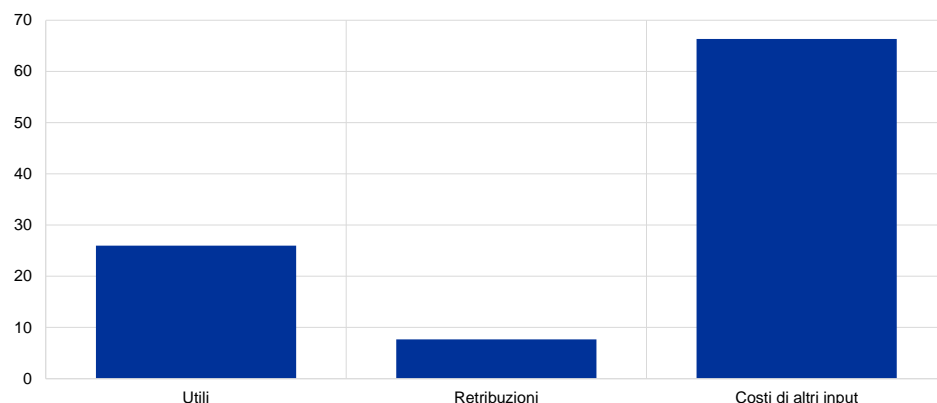
⁶ Il posizionamento relativo delle varie opzioni è risultato invariato in ogni possibile scomposizione. Sebbene vi siano alcune differenze di entità in termini demografici, esse non alterano l'ordine di classificazione.

Grafico A

Percezione delle principali determinanti dell'inflazione

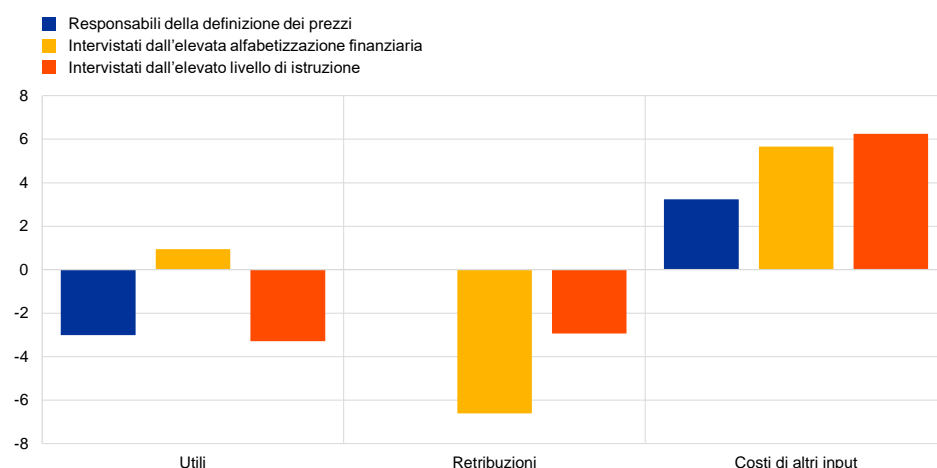
a) Percezione complessiva

(in percentuale dei consumatori)



b) Scomposizione per categoria di intervistati selezionata

(punti percentuali; differenza in percentuale delle risposte)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).

Note: il pannello a) è basato su stime ponderate e rappresenta la quota di intervistati che hanno scelto ciascuna delle varie opzioni. Il pannello b) è basato su stime ponderate e rappresenta le differenze nella quota di risposte raccolte per ciascuna opzione per categoria di intervistati. Le risposte degli intervistati con un elevato livello di alfabetizzazione finanziaria vengono contrapposte a quelle dei rispondenti con un livello di alfabetizzazione finanziaria non elevato (pari cioè a un punteggio inferiore a 4 su scala da 1 a 5). Le risposte degli intervistati con un'istruzione superiore, intesa come una laurea di primo livello o superiore, vengono contrapposte a quelle di tutti gli altri intervistati con diversi livelli di istruzione. I responsabili della definizione dei prezzi costituiscono una sottocategoria di partecipanti che hanno indicato di avere specifiche responsabilità gestionali per quanto riguarda in particolare la determinazione dei prezzi e le questioni relative ai contratti.

Si evidenzia un'associazione tra fattori come la conoscenza delle strategie di fissazione dei prezzi delle imprese e livelli più elevati di alfabetizzazione finanziaria e istruzione e la scelta di indicare con maggiore frequenza i costi degli altri input come determinante principale. Il pannello b) del grafico A mostra come i risultati varino in funzione delle caratteristiche specifiche degli intervistati. Coloro che occupano posizioni dirigenziali con responsabilità formali in materia di fissazione dei prezzi e contratti (ossia che hanno familiarità con le strategie di fissazione dei prezzi) tendono a rispondere con maggiore frequenza rispetto ad altri intervistati che la ragione principale dell'inflazione va ricercata nei costi degli

altri input⁷. Un quadro analogo emerge se si analizzano le risposte dei partecipanti con un elevato livello di alfabetizzazione finanziaria o istruzione.

Sebbene le retribuzioni si siano classificate al terzo posto (ossia il più basso) in tutti i paesi, vi è una correlazione tra le specifiche convinzioni riscontrate nei vari paesi e l'andamento delle retribuzioni che vi viene rilevato. Per quanto le retribuzioni si siano classificate nella posizione più bassa fra le risposte raccolte in tutti i paesi, vi sono alcune differenze tra questi ultimi. Meno del 6 per cento degli intervistati in Spagna e in Italia ha scelto le retribuzioni come fattore principale, a fronte del 10 per cento in Belgio e nei Paesi Bassi. Il pannello a) del grafico B mostra la scomposizione delle risposte per paese unitamente ai dati effettivi relativi alla crescita delle retribuzioni contrattuali. Belgio e Paesi Bassi, la cui crescita percentuale delle retribuzioni effettive è più elevata, presentano anche il maggior numero di intervistati che hanno scelto i salari come principale determinante dell'inflazione.

Gli intervistati con responsabilità in materia di fissazione delle retribuzioni hanno maggiori probabilità di indicarle come principale fattore trainante.

Il pannello b) del grafico B mostra una classificazione per categoria di intervistati delle risposte in cui sono state indicate le retribuzioni come principale determinante. Coloro che svolgono un ruolo attivo nella determinazione dei salari hanno infatti maggiori probabilità di scegliere questa opzione. Ciò potrebbe riflettere una maggiore consapevolezza dell'importanza delle retribuzioni nella struttura dei costi delle imprese rispetto ai consumatori, che tengono conto solo del proprio reddito personale. Più specificamente, i dirigenti con responsabilità nella determinazione degli stipendi e gli intervistati classificati come lavoratori autonomi con dipendenti hanno maggiori probabilità di scegliere le retribuzioni come il principale fattore trainante. Per contro, i lavoratori dipendenti e i lavoratori autonomi senza dipendenti tendono a farvi riferimento meno spesso.

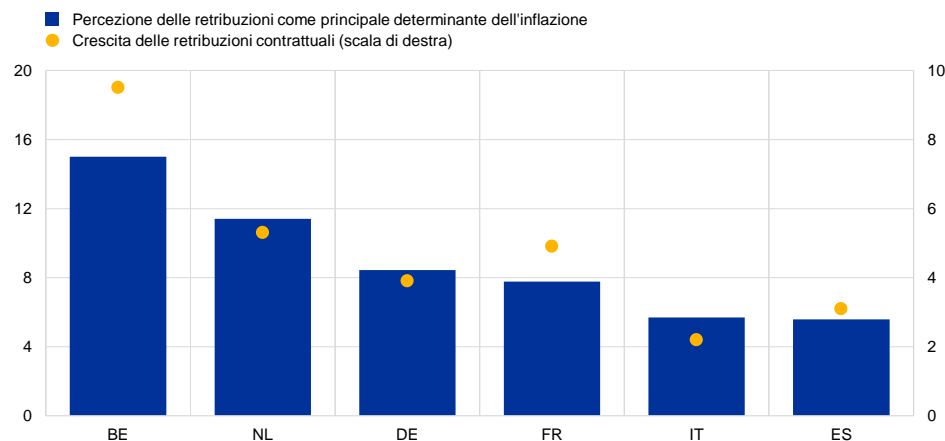
⁷ Gli intervistati con responsabilità di gestione (nella determinazione dei prezzi o dei salari) rappresentano circa il 14,5 per cento del campione corrispondente. Più precisamente, gli intervistati con posizioni dirigenziali e responsabilità in materia di contratti e determinazione dei prezzi rappresentano l'11,7 per cento (N=1.065) del campione totale corrispondente, mentre coloro che hanno responsabilità nella determinazione delle retribuzioni costituiscono il 6,4 per cento (N=582) del campione corrispondente.

Grafico B

Percezione delle retribuzioni come principale determinante dell'inflazione

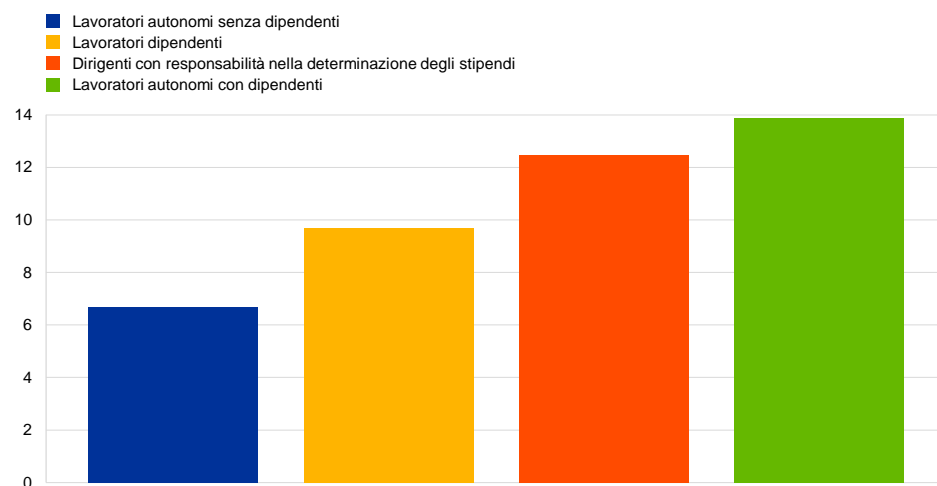
a) Scomposizione per paese

(percentuale degli intervistati; variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Scomposizione per categoria di intervistati selezionata

(percentuale degli intervistati)



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).

Note: nel pannello a), basato su stime ponderate, per "Crescita delle retribuzioni contrattuali" si intende il tasso di crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali nel primo trimestre del 2023, compresi i pagamenti una tantum. Il pannello b) è basato su stime ponderate e rappresenta la quota di intervistati che, in ciascuna categoria, hanno scelto le retribuzioni come principale determinante dell'inflazione. I lavoratori autonomi sono suddivisi in coloro che hanno dipendenti e coloro che non ne hanno. I dirigenti con responsabilità nella determinazione degli stipendi costituiscono un sottoinsieme degli intervistati che hanno specificamente indicato di avere questo tipo di competenze.

Gli intervistati secondo cui la principale determinante dell'inflazione è rappresentata dai costi degli altri input si attendono che l'inflazione sia meno persistente. Più in particolare, questi intervistati tendono ad avere aspettative di inflazione a medio termine inferiori e presentano una minore trasmissione delle aspettative dal breve al medio termine. La tavola A quantifica la correlazione tra le risposte e le aspettative di inflazione a medio termine (tenendo conto di fattori quali istruzione, alfabetizzazione finanziaria, paese ed effetti fissi temporali)⁸. I risultati

⁸ Vengono considerate altre variabili che possono influire sulle aspettative di inflazione nel tentativo di individuare l'effetto puro dell'opinione dell'intervistato riguardo alla determinante dell'inflazione e non fattori potenzialmente suscettibili di generare confondimento quali l'istruzione o l'alfabetizzazione finanziaria.

suggeriscono che la risposta secondo cui l'inflazione è dovuta ai costi di altri input è associata a un livello di aspettative a medio termine inferiore, pari in media a 0,46 punti percentuali, rispetto a un gruppo base di intervistati che ha indicato gli utili come il fattore principale. Inoltre, se si esamina la trasmissione dalle aspettative a breve a quelle a medio termine, l'impatto condizionato degli intervistati che hanno risposto "costi di altri input" riflette un tasso di trasmissione del 32 per cento a fronte di un tasso incondizionato di trasmissione del 60 per cento⁹. Infine, la probabilità attesa che la BCE mantenga la stabilità dei prezzi è superiore di 3,5-3,6 punti percentuali per gli intervistati che hanno risposto "costi di altri input" rispetto a coloro che hanno scelto le altre due opzioni. Questa associazione positiva è più solida di quella con l'istruzione, l'alfabetizzazione finanziaria o il reddito.

Tavola A
Aspettative e determinanti dell'inflazione

Modello	Principali determinanti dell'inflazione		Livello di alfabetizzazione finanziaria		Livello di istruzione		Aspettative di inflazione a un anno	Interazione delle aspettative a un anno con le retribuzioni	Interazione delle aspettative a un anno con i costi degli altri input	Controlli per paese	Effetti fissi temporali
	Retribuzioni	Costi di altri input	Medio	Alto	Medio	Alto					
Variabile dipendente											
Aspettative di inflazione a tre anni	-0,2	-	-	-	-	-					
	0,46**	-0,82***	1,87**	-0,69**	-1,13**					Si	Si
Aspettative di inflazione a tre anni	-0,156	-0,09	-0,122	-0,112	-0,134	-0,125					
	0,45	0,31**	-0,43**	0,91**	-0,59*	-0,89**	0,60**	0	0,03**	Si	Si
Probabilità di raggiungere l'obiettivo in tre anni	-0,142	-0,086	-0,096	-0,088	-0,106	-0,099	-0,005	-0,01	-0,006		
		3,60**	1,51**	3,60**	-0,71	1,27**				Si	Si
Probabilità di raggiungere l'obiettivo in tre anni		-0,42	-0,63	-0,58	-0,69	-0,66					
		3,48**	1,52**	3,33**	-0,78	1,13**	-0,37**			Si	Si
Probabilità di raggiungere l'obiettivo in tre anni		-0,42	-0,68	-0,58	-0,68	-0,65	-0,02				

Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).
 Note: stime ponderate. Il campione comprende la maggior parte delle risposte degli intervistati alla domanda sulle determinanti dell'inflazione (circa 9.500), con la sola eccezione di alcune osservazioni per le quali non è stata rilevata una corrispondenza. Le varie categorie sono riportate in riferimento alla categoria di base, cioè a "profitti" per quanto riguarda le risposte e a "basso" per quanto riguarda il livello di alfabetizzazione finanziaria e istruzione. Il livello di alfabetizzazione finanziaria è definito come segue: basso = punteggio pari a 1-2; medio = punteggio pari a 3; alto = punteggio pari a 4-5. Il livello di istruzione è definito come segue: basso = fino ai primi anni della scuola superiore; medio = dalla scuola superiore all'università; alto = istruzione terziaria. Il simbolo * indica una significatività statistica al livello del 10 per cento. Il simbolo ** indica una significatività statistica al livello del 5 per cento. Il simbolo *** indica una significatività statistica al livello dell'1 per cento.

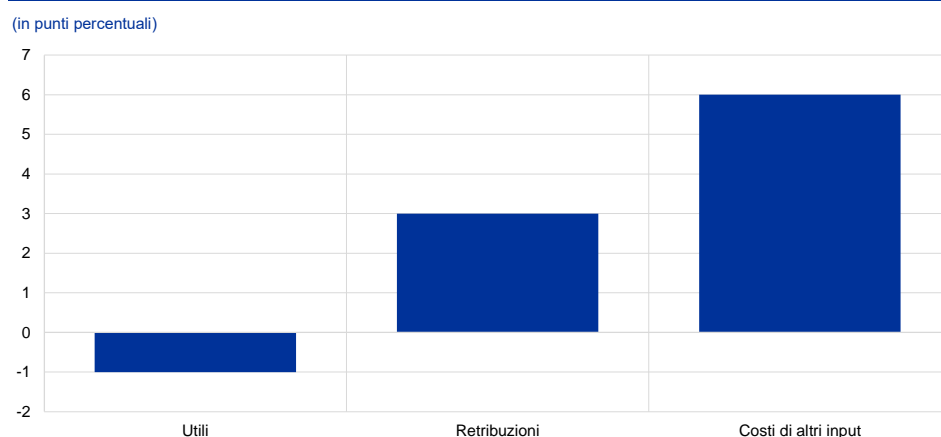
L'indicazione dei "costi di altri input" quale principale determinante dell'inflazione è correlata alla convinzione dei consumatori che la BCE sarà in

⁹ Per calcolare l'impatto condizionato, si aggiunge la trasmissione delle aspettative a un anno alle aspettative su un orizzonte di tre anni (0,60), la variabile dummy della risposta 3 (-0,31) e il termine di interazione (0,03). L'effetto marginale aumenta (0,03) all'aumentare delle aspettative a un anno, ma parte da un livello significativamente più basso (-0,31) per gli intervistati che hanno indicato come principale determinante dell'inflazione "i costi di altri input".

grado di mantenere la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di tre anni. L'opinione secondo cui i costi degli input sono il fattore principale (e quindi la probabilità che gli intervistati interpretino le determinanti dell'inflazione come più transitorie) presenta una forte correlazione con la percezione che la BCE sarà in grado di garantire la stabilità dei prezzi nell'orizzonte di tre anni¹⁰. Il grafico C mostra che la probabilità mediana di tale percezione è maggiore quando come principale determinante dell'inflazione vengono indicati i "costi di altri input"; è minore quando vengono indicate le retribuzioni ed è la più bassa quando la scelta ricade sui profitti delle aziende.

Grafico C

Probabilità percepita del mantenimento della stabilità dei prezzi da parte della BCE in un orizzonte di tre anni e opinioni riguardo alle fonti dell'inflazione



Fonte: BCE (indagine sulle aspettative dei consumatori).

Note: stime ponderate. Gli istogrammi indicano la probabilità mediana per fattore meno la probabilità mediana complessiva.

La percezione della possibilità o probabilità che la BCE mantenga la stabilità dei prezzi è calcolata in base alle risposte date alla domanda: "Quanto ritiene probabile che la Banca centrale europea (BCE) manterrà la stabilità dei prezzi nell'economia dell'area dell'euro nei prossimi tre anni?". L'intervallo di risposta possibile era compreso tra 1 e 100.

Nel complesso, le nuove evidenze desunte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori suggeriscono che la percezione delle principali determinanti dell'inflazione attuale è associata al modo in cui i consumatori elaborano le proprie aspettative di inflazione a medio termine. Sebbene la maggior parte degli intervistati abbia indicato i costi degli altri input come la principale determinante dell'inflazione nei dodici mesi fino a giugno 2023, in seguito sarà necessario un attento monitoraggio per capire se profitti e retribuzioni siano o meno percepiti come un fattore di maggiore rilevanza. Sarà inoltre utile stabilire se ciò sia associato a potenziali effetti al rialzo sulle aspettative di inflazione a medio termine e a una minore probabilità percepita del mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio termine da parte della BCE.

¹⁰ La probabilità mediana incondizionata si colloca attualmente al 42 per cento, ma è difficile interpretare questo dato in assenza di una serie temporale più lunga. L'analisi si concentra pertanto sulle differenze cross-section. L'indicatore sottostante è stato elaborato nell'ambito di un progetto di ricerca volto a esaminare l'efficacia della comunicazione della BCE riguardo al riesame della strategia di politica monetaria svolto del 2021; cfr. 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, 2023.

5 Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE

a cura di Annalisa Ferrando, Johannes Groß e Judit Rariga

Il presente riquadro esamina la percezione del cambiamento climatico da parte delle imprese dell'area dell'euro, nonché i piani di investimento e i fabbisogni finanziari di queste ultime per attenuare l'impatto dei cambiamenti climatici.

Tra il 25 maggio e il 26 giugno 2023 la Banca centrale europea (BCE) ha condotto un'edizione pilota dell'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento \(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE\)](#) che per la prima volta ha incluso domande specifiche sull'impatto del cambiamento climatico sulle imprese dell'area dell'euro¹. Nello specifico, alle imprese è stato chiesto di indicare: a) l'importanza che attribuiscono alle conseguenze dei rischi fisici e di transizione; b) il loro comportamento di investimento per mitigare i rischi o per ridurre l'impatto ambientale negativo delle loro attività economiche; c) le diverse fonti di finanziamento scelte per finanziare gli investimenti collegati al cambiamento climatico e d) i potenziali impedimenti all'ottenimento dei finanziamenti necessari.

La letteratura esistente distingue comunemente i rischi climatici in rischi fisici e rischi di transizione in base ai fattori che li determinano. I rischi fisici derivano dall'impatto fisico del cambiamento climatico sull'economia, che include gli eventi meteorologici estremi e la modifica degli andamenti del clima. I rischi di transizione sono collegati all'introduzione di standard climatici, di norme e di prezzi delle emissioni di anidride carbonica più stringenti allo scopo di promuovere la transizione verso un'economia a basse emissioni. I rischi fisici possono essere ulteriormente suddivisi in rischi fisici acuti, connessi a calamità naturali come incendi di vaste proporzioni, tempeste e alluvioni, e rischi cronici, che si collegano a cambiamenti a più lungo termine degli andamenti climatici, aventi impatti negativi sull'ambiente e depauperanti per le risorse naturali².

¹ Lo scopo di questa edizione pilota dell'indagine SAFE consisteva nel valutare le diverse modifiche da apportare in futuro all'indagine, in particolare in merito a: a) l'aumento della frequenza dell'indagine da semestrale a trimestrale per informazioni più tempestive sulle condizioni di finanziamento delle imprese; b) l'inclusione di alcuni nuovi quesiti prospettici quantitativi sulle principali variabili economiche e c) la possibilità di includere nuove domande ad hoc. I risultati dell'indagine pilota non sono ancora stati pubblicati sul sito Internet della BCE. La pubblicazione è prevista dopo il completamento della valutazione qualitativa delle risposte fornite. L'edizione pilota dell'indagine SAFE ha coinvolto un campione più piccolo di imprese dell'area dell'euro rispetto all'edizione standard. Il campione è stato selezionato utilizzando un campionamento casuale stratificato per paese, classi dimensionali e attività economica, in modo da mantenerlo rappresentativo della popolazione delle imprese dell'area. Nel complesso, il campione comprendeva 5.733 imprese, di cui 5.233 (il 91 per cento) erano piccole e medie imprese (PMI), con meno di 250 dipendenti. I paesi inclusi nell'indagine pilota sono stati: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia e Spagna.

² Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, *Climate-related risk drivers and their transmission channels*, aprile 2021 e Network for Greening the Financial System, *Macroeconomic and financial stability implications of climate change*, luglio 2019. Cfr. anche l'articolo di Frank Elderson "The economy and banks need nature to survive" pubblicato sul *Blog della BCE* a giugno 2023.

I timori sulle conseguenze del cambiamento climatico nei prossimi cinque anni sono alquanto diffusi tra le imprese dell'area dell'euro (cfr. il grafico A).

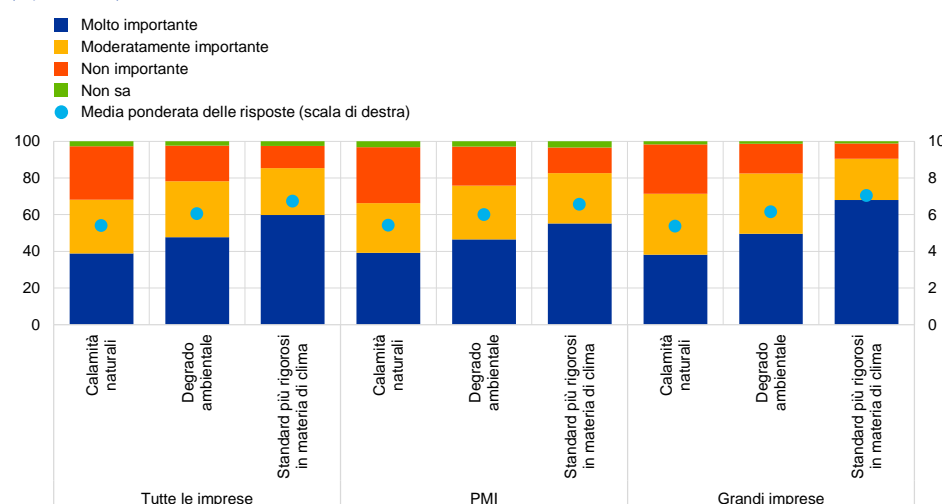
Nell'indagine, il 60 per cento di esse ha dichiarato che i rischi di transizione collegati a standard più rigorosi in materia di clima sono “molto importanti”³ per loro. Le grandi imprese hanno espresso maggiori timori riguardo ai rischi di transizione derivanti da norme e standard più rigorosi in materia di clima e dai prezzi applicati alle emissioni di anidride carbonica rispetto alle piccole e medie imprese (PMI).

Inoltre, il 39 per cento degli intervistati ha espresso forte preoccupazione in merito alle calamità naturali (assegnando un punteggio pari o superiore a 7, su una scala da 1 a 10), mentre il 48 per cento ha segnalato lo stesso livello di preoccupazione riguardo al degrado ambientale. Ciò indica che un maggior numero di imprese teme le conseguenze di quest'ultimo, anche laddove la propria attività produttiva non è considerata vulnerabile a catastrofi naturali nell'immediato.

Grafico A

Importanza attribuita alle conseguenze del cambiamento climatico dalle imprese dell'area dell'euro per i prossimi cinque anni

(in percentuale)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: alle imprese è stato chiesto di indicare l'importanza delle conseguenze del cambiamento climatico per il proprio modello imprenditoriale nei prossimi cinque anni, su una scala da 1 (per nulla importanti) a 10 (estremamente importanti). Nel grafico, la scala è stata suddivisa in tre gradi di importanza: bassa (da 1 a 3), moderata (da 4 a 6) ed elevata (da 7 a 10). Il punteggio medio è ponderato per classe dimensionale, attività economica e paese, in modo da riflettere la struttura economica della popolazione di imprese sottostante.

Le imprese esprimono preoccupazione in merito al rischio fisico derivante dal cambiamento climatico in particolare nelle regioni costiere e nelle aree dove la ricorrenza di incendi è stata più frequente, mentre i timori sui rischi di transizione sono più uniformemente diffusi nelle regioni dell'area dell'euro (cfr. il grafico B). Un'analisi geografica sull'importanza che le imprese attribuiscono

³ Ricontri analoghi sono emersi dall'indagine della BCE presso le imprese leader in merito all'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi, condotta all'inizio del 2022. Alla domanda relativa al principale impatto dei cambiamenti climatici sulla propria attività, circa due terzi degli intervistati hanno fatto riferimento ai rischi associati alla transizione verso un'economia a zero emissioni nette, mentre la metà di essi ha indicato anche i rischi fisici derivanti dai cambiamenti climatici. Cfr. il riquadro 4 *L'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi: evidenze da un'indagine presso imprese leader* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

alle conseguenze del cambiamento climatico rivela che le preoccupazioni inerenti alle catastrofi naturali sono più marcate nelle regioni costiere e nelle aree storicamente soggette a fenomeni di siccità, incendi o alluvioni, in particolare nell'Europa meridionale e nei paesi nordici (cfr. il riquadro di sinistra del pannello a) nel grafico B). Per contro, i timori sul degrado ambientale si concentrano per la maggior parte in regioni interessate dal turismo o dall'industria pesante (cfr. il riquadro di destra del pannello a) nel grafico B). Nel contempo, il rischio di transizione non solo è temuto da più aziende rispetto al rischio fisico, come evidenzia il grafico A, ma è anche più uniformemente distribuito tra le regioni dell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico B). Giacché la regolamentazione in materia di clima è definita principalmente a livello nazionale o europeo, il grado di importanza che le imprese attribuiscono al rischio di transizione è più omogeneo all'interno di ciascun paese rispetto alle preoccupazioni per il rischio fisico, più concentrate in determinate regioni.

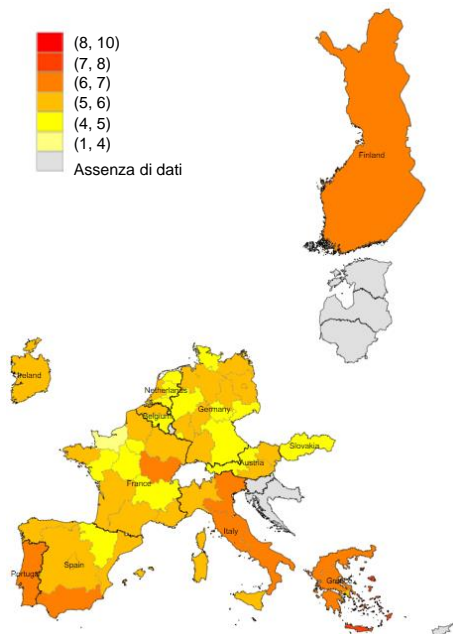
Grafico B

Importanza delle conseguenze del cambiamento climatico per i prossimi cinque anni: distribuzione geografica

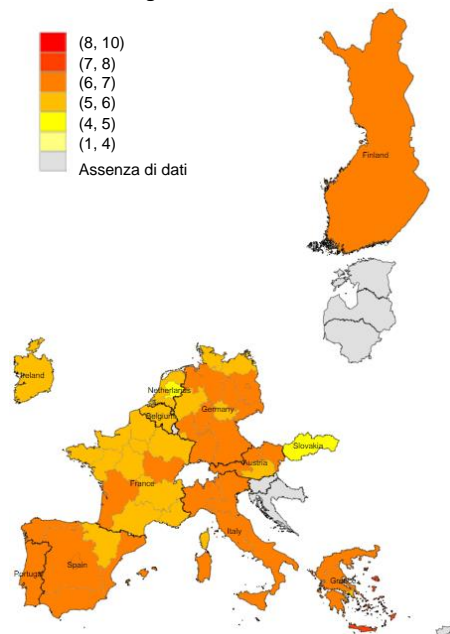
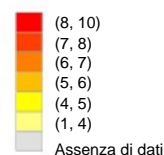
a) Rischio fisico

(punteggi medi ponderati)

Rischio di calamità naturali

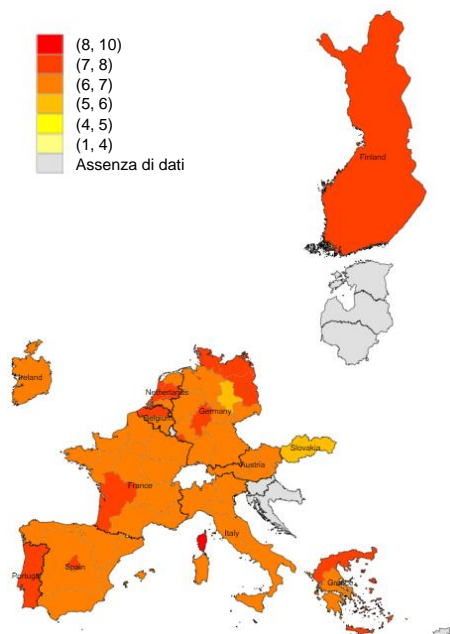
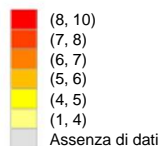


Rischio di degrado



b) Rischio di transizione

(punteggi medi ponderati)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: le mappe mostrano il punteggio medio ponderato dell'importanza assegnata alle conseguenze del cambiamento climatico per le imprese nei prossimi cinque anni, suddiviso in base alle principali regioni socio-economiche in base alla classificazione NUTS1 (2016) nell'area dell'euro. Alle imprese è stato chiesto di indicare l'importanza delle conseguenze del cambiamento climatico (calamità naturali, degrado ambientale e standard più rigorosi in materia di clima) per il proprio modello imprenditoriale attuale nei prossimi cinque anni, su una scala da 1 (per nulla importanti) a 10 (estremamente importanti). I punteggi medi ponderati a livello di classificazione NUTS1 rappresentano medie delle risposte di ciascun intervallo ponderate per classe dimensionale, attività economica e paese, in modo da riflettere la struttura economica della popolazione di imprese sottostante.

Le preoccupazioni delle imprese in merito alle calamità naturali a livello di paese riflettono perdite passate e sono correlate ai rischi futuri attesi (cfr. il grafico C). Il pannello superiore del grafico C mostra un'evidente correlazione positiva a livello di paese tra il punteggio medio ponderato desunto dall'indagine attribuito alla rilevanza dei rischi derivanti da calamità naturali per l'attività delle imprese e le perdite cumulate passate dovute a vari eventi calamitosi verificatesi negli ultimi 40 anni⁴. Tuttavia la correlazione è meno evidente se si confrontano i punteggi per paese ricavati dalle indagini, raggruppati per livello di rischio basso, medio ed elevato, con una misura prospettica derivata dall'approssimazione delle perdite attese dalle banche su base annua in termini di prestiti societari a causa di disastri naturali in uno scenario climatico di base (cfr. il pannello inferiore del grafico C)⁵. Le più elevate valutazioni dei rischi da parte delle imprese evidenziano solo una debole correlazione positiva con le perdite future attese derivanti dai cambiamenti climatici. Inoltre, fra le imprese che attribuiscono elevata importanza al rischio di calamità naturali, la distribuzione delle perdite attese è più ampia. Ciò potrebbe indicare che i futuri sviluppi relativi al clima non sono ancora tenuti pienamente in conto nella valutazione dei rischi da parte delle imprese, dato il grado di incertezza che caratterizza gli scenari climatici futuri.

⁴ Cfr. la banca dati [Natural Catastrophe Database \(CATDAT\)](#) per ulteriori informazioni relative ai dati sulle perdite sostenute in passato per effetto del cambiamento climatico.

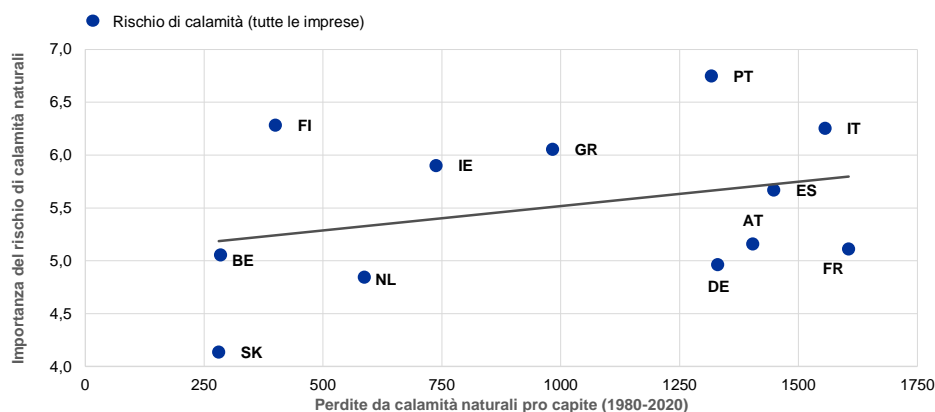
⁵ Nello scenario di base (JRC 2017) delineato dal Joint Research Centre (JRC) della Commissione europea, le perdite attese su base annua a livello di paese in seguito a calamità naturali (tempeste e alluvioni costiere e fluviali) sono approssimate dalla somma dei punteggi di rischio ponderati per la quota di esposizione di ciascuna impresa in termini di prestiti, capitale di debito e capitale di rischio delle singole imprese rispetto alle istituzioni finanziarie. I punteggi dei rischi a livello di impresa indicano la quota di portafoglio sottoposta annualmente a rischio, in termini di attività totali, stimata utilizzando le funzioni di determinazione del danno del JRC (Huizinga, De Moel and Szewczyk 2017). Per ulteriori dettagli riguardanti gli indicatori analitici sui rischi fisici e la metodologia, cfr. [ECB Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#).

Grafico C

Importanza dei rischi collegati a calamità naturali nei prossimi cinque anni rispetto alle perdite passate e attese dovute a tali rischi

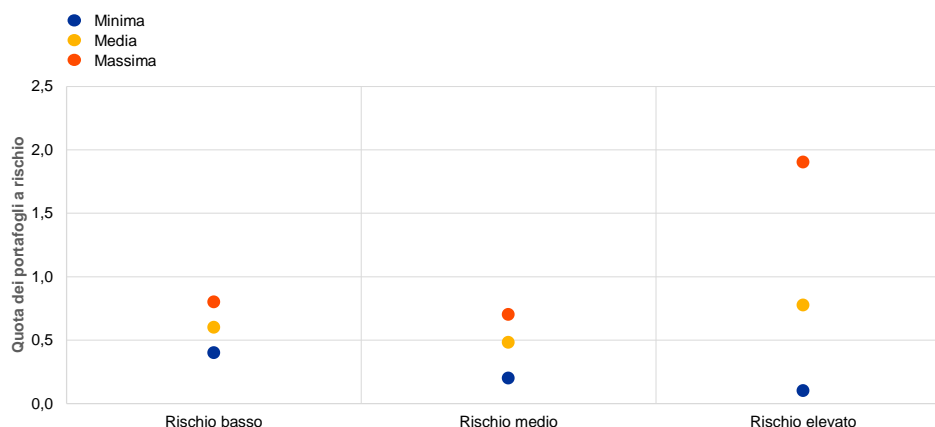
a) Perdite collegate al rischio di calamità in prospettiva storica

(asse delle ordinate: punteggi medi ponderati delle risposte fornite; asse delle ascisse: milioni di euro)



b) Rischi futuri attesi

(asse delle ordinate: valori percentuali; asse delle ascisse: gruppi di rischio delle risposte fornite)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, database integrato sulle catastrofi naturali (Integrated Natural Catastrophe Database, CATDAT), indicatori analitici della BCE sul rischio fisico ed elaborazioni della BCE.

Note: alle imprese coinvolte nell'indagine SAFE è stato chiesto di indicare l'importanza delle conseguenze dei rischi di calamità naturali per il loro modello imprenditoriale attuale nei prossimi cinque anni, su una scala da 1 (per nulla importanti) a 10 (estremamente importanti). I punteggi medi ponderati riportati sull'asse delle ordinate nel pannello a) rappresentano medie delle risposte fornite a livello di paese utilizzando il numero ponderato di intervistati. L'asse delle ascisse nel pannello a) riporta il valore del danno economico causato da eventi meteorologici e climatici estremi nel periodo 1980-2020. L'asse delle ordinate nel pannello b) individua la distribuzione dell'esposizione al rischio normalizzata, che quantifica dal punto di vista delle banche la quota di portafoglio a rischio per esposizione a prestiti, debiti e capitale di rischio verso le società non finanziarie a livello di paese. Sull'asse delle ascisse del pannello b), i paesi con punteggi di rischio di calamità medi inferiori a 5 sono classificati come a basso rischio, mentre quelli con punteggi da 5 a 6 e superiori a 6 sono classificati rispettivamente come a rischio medio ed elevato. Il pannello b) non include i Paesi Bassi giacché la perdita attesa su base annua non considera le misure di mitigazione attuali e future, fattore che classifica tale paese come un'anomalia.

La maggior parte delle imprese ha indicato di aver investito o pianificato investimenti a sufficienza per tutelarsi contro il cambiamento climatico.

La metà delle imprese dell'area dell'euro ha dichiarato di aver investito a sufficienza per attenuare il proprio impatto negativo sull'ambiente, mentre il 24 per cento pianifica investimenti in tale ambito per i prossimi cinque anni. Al contempo, il 32 per cento di esse ha dichiarato di aver investito per mitigare l'impatto del rischio correlato alle calamità naturali e il 23 per cento di aver pianificato tale investimento entro i prossimi cinque anni. In termini di classi dimensionali, le imprese più grandi

sembrano più proattive nel ridurre l'impatto negativo sull'ambiente delle proprie attività produttive.

Standard più rigorosi in materia di clima forniscono un maggiore incentivo per le aziende a investire nella mitigazione degli effetti del cambiamento climatico rispetto alle calamità naturali o al degrado ambientale (cfr. il grafico D).

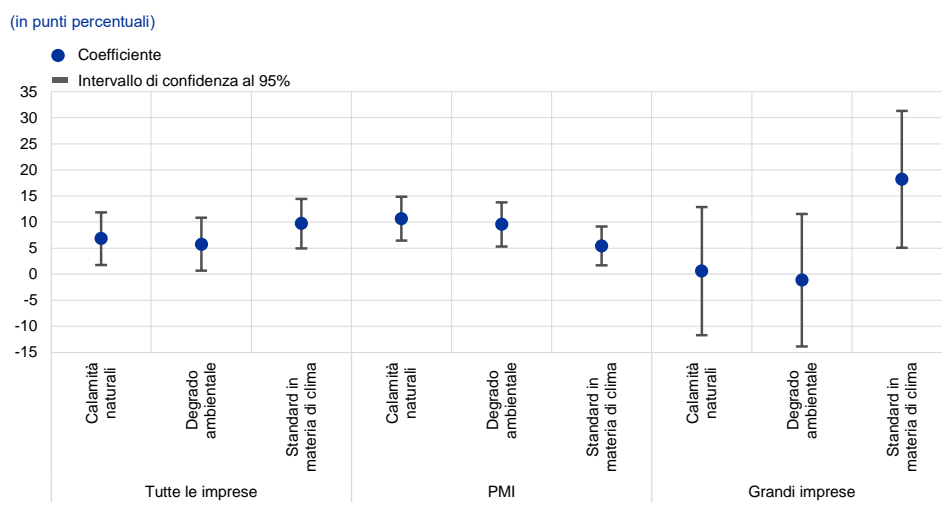
Le regressioni in forma ridotta che indagano l'impatto congiunto dei tre principali rischi correlati al cambiamento climatico sugli investimenti in tale ambito da parte delle aziende suggeriscono che standard più rigorosi in materia di clima potrebbero incoraggiare le imprese a investire in misura relativamente maggiore (10 punti percentuali) rispetto ai rischi di calamità naturali (7 punti percentuali) o al degrado ambientale (6 punti percentuali)⁶. Tuttavia, restringendo l'attenzione alle sole PMI, standard più rigorosi in materia di clima non implicano una probabilità significativamente maggiore di incidere sugli investimenti rispetto alle preoccupazioni legate a calamità naturali e degrado dell'ambiente naturale. Per contro, per le grandi imprese standard più rigorosi in materia di clima sono di importanza più rilevante per i piani di investimento. Nel complesso, potrebbe essere più semplice per le imprese valutare i costi associati a standard più rigorosi (come un'imposta sulle emissioni di anidride carbonica) rispetto alla probabilità e alle conseguenze di un disastro naturale. Pertanto, standard più rigorosi in materia di clima potrebbero fornire un maggiore incentivo per le aziende a investire nella mitigazione degli effetti del cambiamento climatico. Le grandi imprese dovrebbero inoltre essere più consapevoli del loro impatto sul clima date le crescenti pressioni a rendicontare in merito alle questioni di sostenibilità⁷.

⁶ La letteratura esistente enfatizza inoltre il ruolo delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica nell'incoraggiare la produzione e l'innovazione di tecnologie verdi. Cfr. Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L. e D. Hemous, "The Environment and Directed Technical Change", *American Economic Review*, vol. 102, n. 1, febbraio 2012, nonché Acemoglu, D., Akcigit, U., Hanley, D. e W. Kerr, "Transition to Clean Technology", *Journal of Political Economy*, volume 124, n. 1, febbraio 2016. Sebbene la maggior parte delle imprese dell'UE esprima preoccupazione per il rischio fisico, poche investono per tutelarsi maggiormente contro tale rischio, cfr. Banca europea per gli investimenti, "What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey", 14 giugno 2023.

⁷ Per maggiori dettagli, cfr. la legislazione dell'Unione europea in materia di [segnalazioni sulla sostenibilità delle aziende](#) per le grandi imprese e quelle quotate in borsa (incluse le PMI quotate).

Grafico D

Conseguenze del cambiamento climatico e investimenti per mitigarne l'impatto



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

Note: il grafico mostra i coefficienti di regressione che indicano l'impatto delle conseguenze del cambiamento climatico, per le imprese dell'area dell'euro, per i prossimi cinque anni sugli investimenti in tale ambito già effettuati o pianificati. Le variabili dicotomiche relative alle calamità naturali, al degrado ambientale e ai più rigorosi standard in materia di clima assumono valore 1 se l'impresa classifica tali preoccupazioni come molto importanti, ovvero se il punteggio assegnato corrisponde almeno a 7 su una scala da 1 (per nulla importanti) a 10 (estremamente importanti). La variabile dipendente è 1 per le imprese che hanno investito o intendono investire, nei prossimi cinque anni, nella riduzione del rischio di calamità naturali o del loro impatto negativo sull'ambiente. Le variabili di controllo includono il fatturato, i costi del lavoro, i costi degli input diversi dal lavoro e la spesa per interessi. La regressione include effetti fissi a livello di dimensione (in termini di personale impiegato), tempo, settore e localizzazione al livello di classificazione NUTS 1. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento.

Sono stati indicati diversi ostacoli che rendono difficoltoso l'accesso al finanziamento necessario per gli investimenti volti a mitigare i rischi derivanti da calamità naturali o a rispettare standard più rigorosi in materia di clima (cfr. il grafico E).

Oltre la metà delle imprese ha indicato tassi di interesse o costi di finanziamento troppo elevati e sovvenzioni pubbliche insufficienti come ostacoli molto importanti all'attuazione di investimenti collegati al rischio climatico⁸.

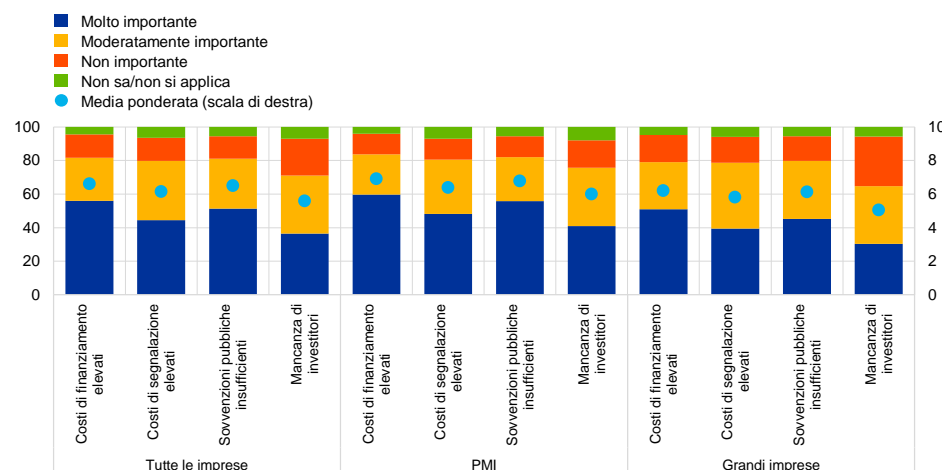
Le imprese potrebbero considerare elevati i costi perché non internalizzano appieno i benefici di affrontare i rischi derivanti dal cambiamento climatico. Anche gli alti costi delle segnalazioni in materia di ambiente sono stati citati come impedimenti molto importanti dal 45 per cento delle imprese, mentre il 37 per cento considera l'indisponibilità degli investitori a finanziare gli investimenti verdi un'importante preoccupazione. Per le PMI, tutti gli ostacoli al finanziamento degli investimenti rappresentano una preoccupazione più forte rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

⁸ Utilizzando dati desunti da indagini presso le imprese, De Haas, R., Martin, R., Muûls, M. e Schweiger, H., in "Managerial and financial barriers to the green transition", rilevano che i vincoli creditizi, unitamente a pratiche manageriali poco strutturate in materia di tutela ambientale, rallentano gli investimenti in tecnologie verdi.

Grafico E

Ostacoli al reperire finanziamenti per l'investimento nell'attenuazione dei rischi derivanti da calamità naturali o nell'adeguamento a più rigorosi standard in materia di clima

(in percentuale)



Fonte: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea.

Note: alle imprese è stato chiesto di valutare l'importanza degli ostacoli ai finanziamenti per investire nell'attenuazione dei rischi derivanti dalle calamità naturali o per adeguarsi ai più rigorosi standard in materia di clima, su una scala da 1 (per nulla importante) a 10 (estremamente importante). Nel grafico, la scala è stata divisa in tre gradi di importanza: bassa (da 1 a 3), moderata (da 4 a 6) ed elevata (da 7 a 10). Il campione comprende le imprese che hanno già investito o intendono investire in politiche verdi.

I risultati dell'indagine evidenziano l'importante ruolo svolto dalle garanzie pubbliche sui prestiti e dai fondi del settore privato nel veicolare le risorse verso una transizione verde dell'economia (cfr. il grafico F).

Oltre ai prestiti non agevolati e agli utili non distribuiti, i prestiti agevolati rappresentano un'importante fonte di finanziamento per le imprese, più per le PMI che per le grandi aziende. L'indagine SAFE indica che, nella prima metà del 2023, il 19 per cento delle imprese ha utilizzato prestiti non agevolati per finanziare la propria attività, mentre soltanto il 9 per cento di esse ha fatto ricorso ai prestiti agevolati. Al tempo stesso, per gli investimenti collegati al clima, il 24 per cento delle imprese pianifica di utilizzare prestiti non agevolati e una percentuale più alta intende fare ricorso a prestiti agevolati (il 34 per cento). I risultati recenti dell'indagine sul credito bancario (bank lending survey, BLS) condotta dalla BCE nell'area dell'euro evidenziano l'accresciuta attenzione delle banche ai rischi climatici e l'impatto positivo esercitato dai più stringenti obblighi segnalatici e dalle misure di sostegno di bilancio sui prestiti alle imprese verdi⁹. Ad esempio, le banche hanno segnalato un allentamento dei criteri di concessione del credito e dei termini e delle condizioni per i nuovi prestiti alle imprese verdi, mentre per le imprese non verdi è stato rilevato un generale irrigidimento. A tale riguardo, le banche potrebbero presumibilmente percepire

⁹ Cfr. "The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023", BCE, 25 luglio 2023. In base alla disponibilità dei dati, le banche interpellate nell'indagine BLS hanno fatto ricorso a una serie di fonti per distinguere tra imprese verdi e non verdi, ad esempio a informazioni specifiche a livello di impresa desunte dai bilanci societari, alle segnalazioni di sostenibilità sui dati relativi alle emissioni e, ove presenti, ai piani di transizione, in particolare per le grandi imprese, nonché alle informazioni raccolte mediante questionari per l'erogazione di nuovi prestiti (generalmente collegate a criteri ambientali, sociali e di governance). Secondo le banche, per valutare il rischio climatico per i prestiti alle PMI si è fatto spesso ricorso, invece, alle informazioni e alle stime relative alle medie di settore.

ancora i prestiti alle imprese non verdi come più rischiosi rispetto a quelli erogati alle controparti verdi¹⁰. Il ricorso a garanzie pubbliche potrebbe pertanto mitigare questo rischio, facilitando in tal modo il processo di transizione climatica anche alle imprese che, pur avendo predisposto piani di transizione, non sono classificate come verdi dalle banche.

Dal lato delle imprese, le regressioni in forma ridotta che indagano l'impatto congiunto delle fonti di finanziamento sugli investimenti collegati al clima confermano che il ricorso a prestiti agevolati e la mancata distribuzione degli utili aumentano la probabilità di investimento di 7 e 8 punti percentuali, rispettivamente (cfr. il pannello b) del grafico F). Inoltre, i risultati evidenziano l'importanza del capitale di rischio per promuovere gli investimenti delle aziende nella mitigazione dei rischi derivanti da calamità naturali e del loro impatto negativo sull'ambiente¹¹.

¹⁰ Cfr. Buchetti, B., Miquel-Flores, I., Perdichizzi, S. e Reghezza, A., "[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)", giugno 2023; Lamperti, F., Bosetti V., Roventini A., Tavoni M. e Treibich T. "[Three green financial policies to address climate risks](#)", *Journal of Financial Stability*, volume 54, giugno 2021.

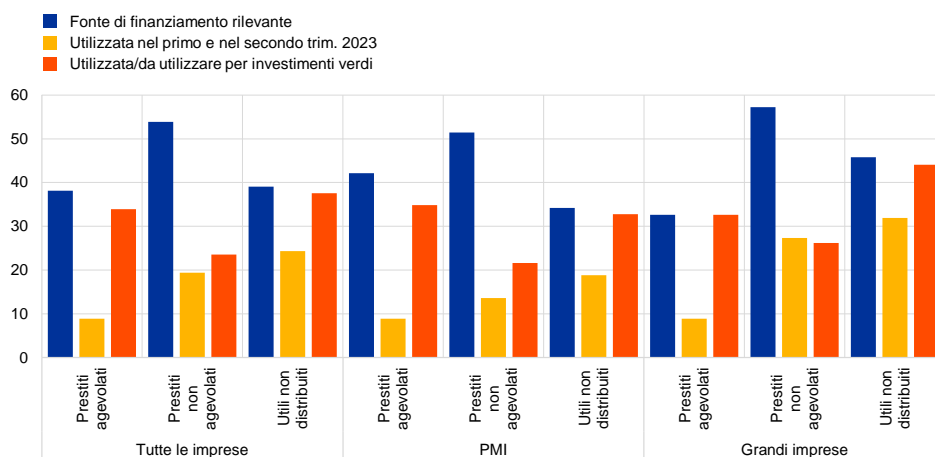
¹¹ Cfr. De Haas, R. e Popov A., "[Finance and Green Growth](#)", *The Economic Journal*, vol. 133, numero 650, febbraio 2023, pagg. 637–668.

Grafico F

Uso delle diverse fonti di finanziamento per gli investimenti destinati ad attenuare l'esposizione ai rischi connessi alle calamità e alle politiche in materia di clima

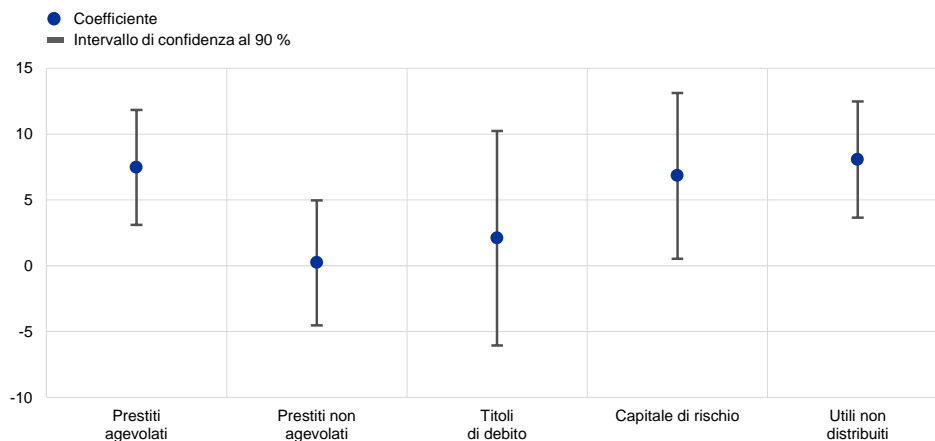
a) Uso delle fonti di finanziamento

(in percentuale)



b) Impatto delle fonti di finanziamento sugli investimenti collegati al clima

(in punti percentuali)



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

Note: i dati si riferiscono alle imprese che hanno già investito o intendono investire in politiche verdi. Nel pannello a) gli istogrammi blu indicano la quota di imprese che considerano alcune tipologie di finanziamento rilevanti per la propria attività (le hanno utilizzate in passato o pensano di utilizzarle in futuro), mentre gli istogrammi gialli mostrano la quota di aziende che ha fatto ricorso a una determinata tipologia di finanziamento nel primo o nei primi due trimestri del 2023. Gli istogrammi rossi mostrano la quota di imprese che hanno utilizzato o intendono utilizzare una certa tipologia di finanziamento per investire nella riduzione dell'esposizione ai rischi derivanti da calamità o adeguamento alle politiche in materia di clima. Il pannello b) mostra i coefficienti di regressione relativi alle fonti di finanziamento per le imprese dell'area dell'euro sugli investimenti effettuati o pianificati per finalità collegate al clima. Le variabili dicotomiche relative ai prestiti agevolati, ai prestiti non agevolati, ai titoli di debito, al capitale di rischio e agli utili non distribuiti assumono valore 1 se l'impresa dichiara che utilizza o intende utilizzare tali fonti di finanziamento per gli investimenti verdi. La variabile dipendente è una dicotomica che assume il valore 1 per le imprese che hanno investito o intendono investire, nei prossimi cinque anni, nella mitigazione del rischio di calamità naturali o del proprio impatto negativo sull'ambiente e valore 0 per le imprese che non hanno effettuato investimenti. La regressione include effetti fissi di dimensione, tempo, settore e localizzazione al livello di classificazione NUTS1. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza al 90 per cento.

6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 10 maggio al 1° agosto 2023

a cura di Jens Budde e Petra Fricke

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2023. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 10 maggio al 1° agosto 2023 (il "periodo di riferimento").

Il Consiglio direttivo ha innalzato i tre tassi di riferimento di 25 punti base sia nella riunione del 4 maggio sia in quella del 15 giugno 2023. Tali aumenti sono entrati in vigore rispettivamente nel terzo e nel quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2023.

La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro si è significativamente ridotta nel periodo di riferimento. Ciò è dipeso dalla scadenza della quarta operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e dalla restituzione anticipata da parte delle banche, il 28 giugno 2023, di altri fondi ottenuti mediante le OMRLT. Un altro fattore, che ha tuttavia apportato un contributo minore, è stata la graduale riduzione dell'entità del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) a seguito dell'interruzione, da parte dell'Eurosistema, dei reinvestimenti nell'ambito di tale programma a partire dal 1° luglio. Nondimeno, il protratto calo dei fattori autonomi netti, che ha aggiunto liquidità al sistema, ha in parte compensato la riduzione della liquidità in eccesso. I fattori autonomi netti sono in calo dalla fine del periodo di tassi di interesse negativi a luglio 2022, principalmente a causa della diminuzione dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 189,8 miliardi di euro, scendendo a 1.836,9 miliardi nel periodo di riferimento.

Rispetto al primo e al secondo periodo di mantenimento del 2023, il calo è quasi interamente imputabile a una flessione, pari a 189,4 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.671,9 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), determinata da una contrazione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità. Le riserve obbligatorie minime sono diminuite solo lievemente, di 0,3 miliardi di euro, collocandosi a 165 miliardi.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 127,6 miliardi di euro, segnando 2.804,4 miliardi, principalmente a causa di un calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche e degli altri

fattori autonomi. I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la sezione “Passività” della tavola A) sono scesi, in media, di 113,9 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, fino a raggiungere 255,8 miliardi; la maggior parte della flessione si è verificata nel corso del terzo periodo di mantenimento. Il calo riflette il proseguire della normalizzazione delle riserve liquide detenute dalle tesorerie nazionali e un aggiustamento delle loro strategie di gestione della liquidità per effetto del più basso massimale per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche da parte delle banche centrali nazionali, entrato in vigore il 1° maggio 2023. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è aumentato di 8,2 miliardi di euro, salendo a 1.565,3 miliardi.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 62 miliardi di euro, collocandosi a 1.133 miliardi. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono cresciute di 55,7 miliardi. L’aumento è stato in larga misura determinato dalla protratta diminuzione delle passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell’area, osservata nel terzo periodo di mantenimento. A sua volta ciò riflette un aggiustamento delle strategie di gestione della liquidità dei clienti dei servizi di gestione delle riserve offerti dall’Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), giacché anche la remunerazione dei depositi detenuti nell’ambito dei servizi ERMS è stata modificata a partire dal 1° maggio 2023. Le attività nette sull’estero sono aumentate di 6,2 miliardi di euro.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi sopra illustrati e delle relative variazioni¹.

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

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 10 maggio 2023 - 1° agosto 2023						Periodo di riferimento precedente: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 10 maggio - 20 giugno		Quarto periodo di mantenimento: 21 giugno - 1° agosto		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.804,4	(-127,6)	2.823,8	(-104,1)	2.784,5	(-39,3)	2.932,0	(-136,5)
Banconote in circolazione	1.565,3	(+8,2)	1.563,7	(+3,8)	1.567,0	(+3,3)	1.557,1	(-6,1)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	255,8	(-113,9)	256,4	(-104,3)	255,2	(-1,2)	369,7	(-62,9)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	983,3	(-21,9)	1.003,7	(-3,7)	962,3	(-41,4)	1.005,2	(-67,5)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	14,4	(-6,9)	16,8	(-0,1)	11,8	(-5,0)	21,3	(-16,1)
Riserve obbligatorie minime²⁾	165,0	(-0,3)	164,8	(-1,0)	165,1	(+0,3)	165,3	(-2,0)
Depositi presso la banca centrale	3.919,0	(-126,4)	4.126,4	(+130,3)	3.706,6	(-419,8)	4.045,4	(-241,1)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 10 maggio 2023 - 1° agosto 2023						Periodo di riferimento precedente: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 10 maggio - 20 giugno		Quarto periodo di mantenimento: 21 giugno - 1° agosto		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.133,0	(+62,0)	1.145,8	(+63,4)	1.119,9	(-25,9)	1.071,0	(+81,8)
Attività nette sull'estero	938,2	(+6,2)	948,2	(+3,3)	927,9	(-20,4)	932,0	(-18,5)
Attività nette denominate in euro	194,8	(+55,7)	197,5	(+60,1)	192,0	(-5,5)	139,0	(+100,3)
Strumenti di politica monetaria	5.766,7	(-326,6)	5.986,4	(-38,5)	5.546,8	(-439,6)	6.093,4	(-477,6)
Operazioni di mercato aperto	5.766,6	(-326,7)	5.986,3	(-38,5)	5.546,7	(-439,6)	6.093,3	(-477,6)
Operazioni di credito	897,5	(-274,7)	1.102,2	(-17,0)	692,9	(-409,3)	1.172,3	(-454,5)
ORP	6,3	(+5,0)	1,6	(+0,2)	10,9	(+9,2)	1,2	(-0,4)
ORLT a tre mesi	3,8	(+1,4)	2,1	(-0,0)	5,5	(+3,4)	2,5	(+0,1)
OMRLT-III	887,5	(-281,1)	1.098,4	(-17,1)	676,5	(-421,9)	1.168,6	(-453,3)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.869,1	(-51,9)	4.884,1	(-21,5)	4.853,8	(-30,4)	4.921,0	(-23,1)

	Periodo di riferimento attuale: 10 maggio 2023 - 1° agosto 2023						Periodo di riferimento precedente: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 10 maggio - 20 giugno		Quarto periodo di mantenimento: 21 giugno - 1° agosto		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,1	(+0,1)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 10 maggio 2023 - 1° agosto 2023						Periodo di riferimento precedente: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: 10 maggio - 20 giugno		Quarto periodo di mantenimento: 21 giugno - 1° agosto		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	1.836,9	(-189,8)	1.843,2	(-168,6)	1.830,3	(-12,9)	2.026,6	(-220,4)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.671,9	(-189,4)	1.678,4	(-167,6)	1.665,2	(-13,2)	1.861,3	(-218,3)
Liquidità in eccesso ³⁾	3.933,3	(-133,4)	4.143,1	(+130,2)	3.718,3	(-424,8)	4.066,7	(-257,2)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 10 maggio 2023 - 1° agosto 2023				Periodo di riferimento precedente: 8 febbraio 2023 - 9 maggio 2023			
	Terzo periodo di mantenimento: 10 maggio - 20 giugno		Quarto periodo di mantenimento: 21 giugno - 1° agosto		Primo periodo di mantenimento		Secondo periodo di mantenimento	
ORP	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,00	(+0,50)	3,50	(+0,50)
Operazioni di rifinanziamento marginale	4,00	(+0,25)	4,25	(+0,25)	3,25	(+0,50)	3,75	(+0,50)
Depositi presso la banca centrale	3,25	(+0,25)	3,50	(+0,25)	2,50	(+0,50)	3,00	(+0,50)
€STR	3,148	(+0,250)	3,401	(+0,253)	2,400	(+0,498)	2,898	(+0,498)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,134	(+0,253)	3,400	(+0,266)	2,402	(+0,774)	2,881	(+0,480)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

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

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

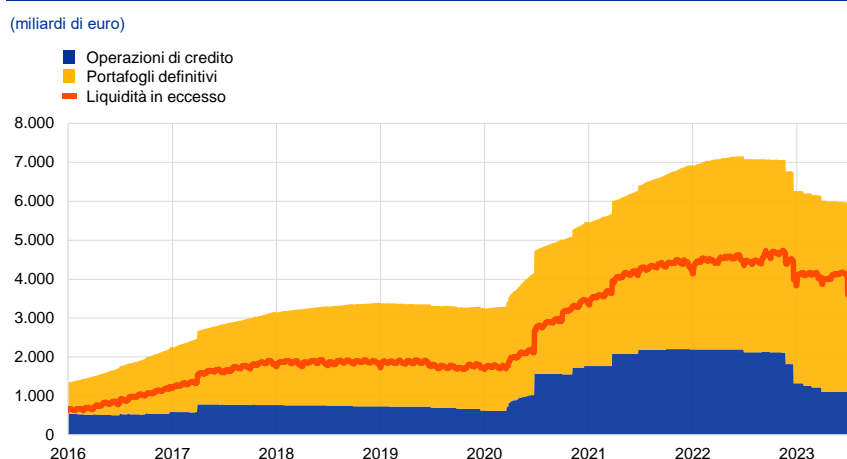
Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 326,6 miliardi di euro, raggiungendo 5.766,7 miliardi (cfr. il grafico A). La riduzione della liquidità è stata principalmente determinata da un calo delle operazioni di credito.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 274,7 miliardi di euro nel periodo di riferimento. Il calo riflette in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III dovuta alla scadenza, nel quarto periodo di mantenimento, della quarta operazione nell'ambito delle OMRLT-III (476,8 miliardi di euro) e ai rimborsi anticipati da parte delle banche di altri fondi OMRLT (29,5 miliardi di euro) il 28 giugno. Allo stesso tempo, nel quarto periodo di mantenimento gli importi in essere nell'ambito delle operazioni standard di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP e ORLT a tre mesi) sono lievemente aumentati.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 51,9 miliardi di euro nel periodo di riferimento. Gli acquisti netti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica sono stati interrotti alla fine di marzo 2022 e da allora l'Eurosistema ha continuato a reinvestire interamente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nel quadro di tale programma. Quanto al PAA, in linea con la decisione assunta dal Consiglio direttivo, i reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza sono stati ridotti a un ritmo medio di 15 miliardi di euro al mese fino alla fine di giugno, per cessare completamente a partire dal 1° luglio².

Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 1° agosto 2023.

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

Liquidità in eccesso

La liquidità in eccesso è diminuita di 467,8 miliardi di euro dai 4.114 miliardi segnati l'ultimo giorno del periodo di riferimento precedente, collocandosi a 3.646,1 miliardi il 1° agosto, ultimo giorno del periodo di riferimento attuale.

La liquidità media in eccesso è diminuita di 133,4 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo 3.933,3 miliardi. La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale, al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. Dopo aver segnato il valore massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è progressivamente diminuita, principalmente per effetto delle operazioni in scadenza e dei rimborsi anticipati nell'ambito delle OMRLT-III, al netto degli effetti dei fattori autonomi.

Andamenti dei tassi di interesse

Il tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è aumentato di 51 punti base, passando dal 2,894 per cento segnato il 9 maggio, ultimo giorno del precedente periodo di riferimento, al 3,404 per cento il 1° agosto³, ultimo giorno dell'attuale periodo di riferimento, riflettendo i rialzi dei tassi di riferimento della BCE. La trasmissione degli aumenti di maggio e giugno 2023 dei tassi di riferimento al mercato monetario overnight non garantito è stata completa e immediata. In media, durante l'attuale periodo di riferimento l'€STR si è collocato 10,1 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, analogamente a quanto osservato durante i primi due periodi di mantenimento del 2023.

Il tasso dei pronti contro termine dell'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro index), è aumentato di 55,7 punti base, passando dal 2,881 per cento del 9 maggio al 3,438 per cento il 1° agosto (cfr. la nota 3 a piè di pagina). Anche la trasmissione degli incrementi dei tassi di riferimento al mercato monetario garantito è stata immediata e completa. Il funzionamento del mercato dei pronti contro termine è rimasto ordinato per effetto di diversi fattori, tra cui le più elevate emissioni nette dall'inizio dell'anno e lo svincolo delle garanzie movimentate nel quadro delle OMRLT in scadenza, nonché un calo delle consistenze in essere del PAA.

³ Il tasso del 1° agosto è stato anche influenzato dagli effetti di fine mese di luglio.

Distribuzione del capitale delle banche e implicazioni per la politica monetaria

a cura di Cyril Couaillier, Maria Dimou e Conor Parle

Le banche distribuiscono il capitale ai propri azionisti attraverso la corresponsione di dividendi o il riacquisto di azioni, con implicazioni ambigue per la trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Da un lato, la distribuzione del capitale può agevolare la trasmissione degli impulsi di politica monetaria nel lungo termine rendendo le banche più appetibili per gli investitori. In primo luogo, la distribuzione del capitale segnala la fiducia della dirigenza rispetto al flusso di utili atteso per la banca o una valutazione che indica che il prezzo corrente delle azioni è sottostimato. In secondo luogo, la distribuzione dei dividendi consente agli investitori di incrementare il controllo sui profitti generati dalla banca e di beneficiare delle relative remunerazioni, anziché mantenerli nella piena disponibilità della dirigenza. Attraverso questi due canali, la distribuzione del capitale può segnalare la solidità della banca agli investitori azionari. Ciò contribuisce a ridurre il costo del capitale di rischio per le banche, facilitando il ricorso ai mercati finanziari. In ultima analisi, un minore costo del capitale di rischio può sostenere la solidità finanziaria delle banche, preservandone la capacità di assicurare un'ordinata trasmissione della politica monetaria. Dall'altro lato, la distribuzione del capitale abbassa i coefficienti patrimoniali delle banche, a parità di tutti gli altri fattori. Tale distribuzione potrebbe rappresentare un sintomo di fragilità economica passata o futura, considerando che le banche potrebbero distribuire capitale che non hanno avuto l'opportunità, o non hanno anticipato la necessità, di impiegare per soddisfare la domanda di prestiti finalizzati all'investimento. La distribuzione sarebbe allora coerente con la trasmissione dell'inasprimento delle condizioni di politica monetaria. Inoltre, anche la ridotta capacità di intermediazione si tradurrebbe nella trasmissione dell'impulso di politica monetaria restrittivo per mezzo delle banche, giacché riserve di capitale più esigue contribuirebbero a inasprire le condizioni creditizie. Tuttavia, soprattutto in periodi di incertezza, remunerazioni eccessive o inopportune possono acuire le tensioni e ostacolare l'ordinata trasmissione della politica monetaria in una situazione in cui il sistema finanziario sia stato colpito da uno shock¹. In alcune circostanze, ciò potrebbe rendere il sistema finanziario più vulnerabile al rischio di instabilità. Le banche devono pertanto applicare politiche remunerative prudenti.

Con la fine della fase più acuta della pandemia e il venir meno della raccomandazione, da parte della vigilanza bancaria della BCE, di limitare le remunerazioni, le banche dell'area dell'euro hanno distribuito il capitale rapidamente, in particolare attraverso significativi programmi di riacquisto di azioni proprie (cfr. il grafico A), recuperando le mancate distribuzioni degli anni precedenti. Una nuova base dati a livello di singole banche su dividendi e riacquisti delle banche dell'area dell'euro, basata sui rispettivi rapporti annuali, fa

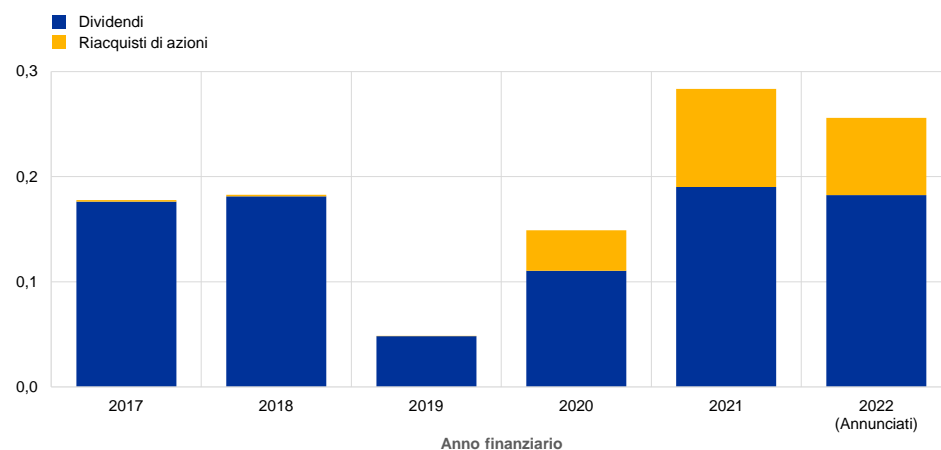
¹ Ad esempio, il riacquisto di azioni potrebbe rispecchiare la necessità di vincolare la remunerazione degli amministratori delegati al prezzo delle azioni. Una distribuzione del capitale non determinata dai fondamentali potrebbe ridurre la capacità di intermediazione delle banche.

luce sulle dinamiche alla base della distribuzione del capitale di rischio. Questi dati consentono di esaminare le remunerazioni attese per l'anno finanziario 2022 (il cui pagamento è pianificato per il 2023) e la valutazione delle dinamiche di distribuzione dei dividendi a livello sia micro che macro. La raccomandazione della vigilanza bancaria della BCE, diffusa a marzo 2020, di interrompere la remunerazione del capitale durante la pandemia ha determinato un brusco calo della distribuzione di quest'ultimo in tale anno, dal momento che molte banche hanno annullato i pagamenti che avevano pianificato di effettuare in seguito agli utili realizzati nel 2019 (cfr. il grafico A). A dicembre 2020 tale raccomandazione è stata modificata invitando le banche ad astenersi dal distribuire capitale o quantomeno a limitarne la remunerazione. Dalla scadenza di questa raccomandazione, a settembre 2021, le banche dell'area dell'euro hanno ripreso a effettuare i pagamenti, aumentandone il volume rispetto agli anni precedenti la pandemia, ma senza ancora raggiungere i livelli pianificati per il 2020 e il 2021. Sebbene il livello dei dividendi sia lievemente al di sopra di quello precedente la pandemia, la gran parte dell'aumento delle distribuzioni di capitale proviene dal riacquisto di azioni, che rappresenta il 33 per cento delle remunerazioni a fronte degli utili del 2021 e il 29 per cento di quelle pianificate in base agli utili del 2022 (cfr. gli istogrammi gialli del grafico A), mentre nel 2017 e nel 2019 i riacquisti erano pressoché inesistenti.

Grafico A

Distribuzione dei dividendi e riacquisti di azioni in percentuale del totale degli attivi

(percentuale del totale degli attivi)



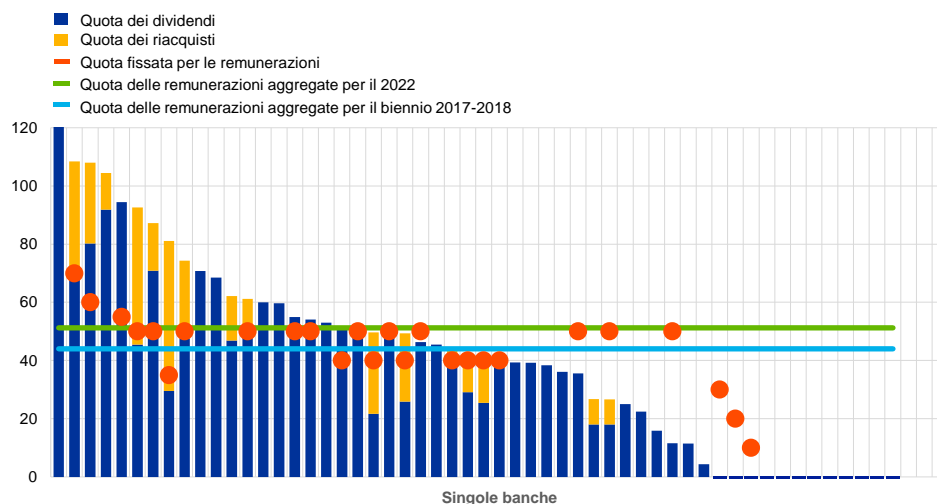
Fonti: conti finanziari delle banche ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il valore annuo aggregato dei dividendi distribuiti e del riacquisto di azioni proprie per finalità di cancellazione relativo a un campione di 57 banche dell'area dell'euro, in rapporto alla somma delle medie del totale degli attivi di ogni banca per ciascun anno. In caso di indisponibilità dei dati relativi a un determinato anno finanziario, si fa riferimento al totale degli attivi relativo all'anno finanziario successivo. I valori sono ricavati dai rapporti annuali di ogni banca e rappresentano la somma dei pagamenti intermedi effettuati prima della fine dell'anno finanziario di riferimento e quelli eseguiti dopo la fine dell'anno; entrambe le tipologie di pagamenti sono correlate agli utili realizzati nell'anno finanziario di riferimento. Le ultime osservazioni si riferiscono alla distribuzione degli utili del 2022 (da corrispondersi nel 2023).

Grafico B

Quote delle remunerazioni derivanti dagli utili (payout ratio) del 2022 a livello di banca e quota minima fissata per la remunerazione

(valori percentuali)



Fonti: conti finanziari delle banche, segnalazioni di vigilanza della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: nel grafico sono rappresentati i riacquisti e i dividendi complessivi per gli utili attribuibili all'anno finanziario 2022 in rapporto all'utile netto delle singole banche in tale anno. Il primo istogramma a sinistra individua la quota complessiva del 350 per cento relativa a una banca che ha effettuato un pagamento straordinario nel 2023 per l'anno finanziario 2022. I punti mostrano le quote minime fissate per le remunerazioni per un sottocampione di banche le cui quote definite come obiettivo sono state pubblicate. Le linee continue verde e azzurra rappresentano le quote di distribuzione dei dividendi a livello aggregato (definite come somma del totale degli utili corrisposti diviso la somma degli utili netti di tutte le banche incluse nel campione) rispettivamente per il 2022 e per il biennio 2017-2018. Il triennio 2019-2021 è escluso in quanto almeno parzialmente interessato dalla pandemia. Gli istogrammi più piccoli sul lato destro del grafico con valore zero indicano le banche che non avevano pianificato distribuzioni dei dividendi o riacquisti di azioni per l'anno finanziario 2022 al tempo della rilevazione. Tutte le quote si riferiscono alla distribuzione dei dividendi per il 2022 (da corrispondere nel 2023).

I volumi delle remunerazioni variano sensibilmente tra le banche in termini sia di totale delle somme corrisposte sia di importanza dei riacquisti straordinari (cfr. il grafico B), mentre i piani dichiarati dalle banche indicano la probabilità di un ulteriore incremento dei dividendi. In termini aggregati, un campione di

banche dell'area dell'euro quotate ha corrisposto o intende corrispondere circa il 50 per cento degli utili complessivi del 2022 in dividendi o riacquisti di azioni (cfr. la linea verde continua nel grafico B), un valore considerevolmente al di sopra della quota delle remunerazioni a livello aggregato, pari al 44 per cento, corrisposte per gli anni finanziari 2017 e 2018 (gli ultimi due non interessati dalla pandemia, cfr. la linea azzurra continua nel grafico B), ma ampiamente in linea con un recupero rispetto alle mancate distribuzioni passate². Tuttavia, i valori aggregati celano notevoli differenze tra le banche, in particolare in termini di riacquisti di azioni proprie (cfr. gli istogrammi gialli nel grafico B). Le ragioni addotte per il riacquisto variano e mentre alcune sono indicate come componente strutturale, la maggior parte ha carattere straordinario³. Ciò si evince, ad esempio, dal fatto che la maggior parte delle

² La quota di remunerazioni derivanti dagli utili del 2019 è stata bassa, in conseguenza della diffusione della raccomandazione della BCE, ed è stata seguita da una quota considerevolmente maggiore derivante dagli utili del 2020, quando la distribuzione è parzialmente ripresa. La quota combinata delle remunerazioni relative agli anni 2019 e 2020 è risultata sostanzialmente in linea con i dati del periodo pre-pandemia, denotando, in certa misura, un recupero.

³ I rapporti annuali di alcune banche collegano riacquisti eccezionali alla vendita di società controllate. Altre banche dichiarano l'obiettivo diretto di ridurre il capitale in eccesso per mantenere una struttura patrimoniale efficiente, o qualificano il riacquisto di azioni come parte delle normali politiche di remunerazione.

differenze tra le quote di remunerazione effettive e quelle definite come obiettivo, desunte dai rapporti pubblici delle banche, corrispondono al riacquisto di azioni. La maggior parte delle banche definisce obiettivi che si collocano tra il 40 e il 60 per cento, mentre altre fissano quote molto più basse se si trovano in fase di ricostituzione del capitale in seguito a periodi di stress, come la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano (cfr. i punti arancioni nel grafico B). Inoltre, nonostante l'aumento dei dividendi rispetto al periodo precedente la pandemia, molte banche si collocano ancora al di sotto dei livelli definiti come obiettivo in termini di distribuzione dei dividendi, o non effettuano alcuna distribuzione. È possibile che le banche con minore disponibilità di capitale, o soggette ad altri vincoli regolamentari, incrementino i dividendi con il normalizzarsi della loro situazione e con l'aumento delle pressioni derivanti dal confronto con altri istituti, determinando un'ulteriore crescita dei dividendi in termini aggregati in futuro.

Le banche tendono a distribuire più capitale nei periodi di maggiore redditività, di più elevata qualità degli attivi (misurata in base alla quota di crediti deteriorati) e di maggiore liquidità; tendono inoltre a distribuire il capitale in maniera più uniforme nel tempo, come indicato dalla distribuzione passata (cfr. il grafico C). Tali correlazioni sono confermate da un'analisi econometrica pluriennale secondo cui i rendimenti derivanti dalle remunerazioni delle banche (ossia le remunerazioni in quota percentuale del capitale di rischio) sono determinati dai relativi valori ritardati, dal coefficiente di rendimento del capitale (return on equity, ROE) e dalla quota di crediti deteriorati (non-performing loan, NPL) delle banche (cfr. il grafico D), in linea con la letteratura⁴. Secondo le stime, ogni ulteriore punto percentuale di ROE per il settore bancario nel suo insieme si traduce in un aumento delle remunerazioni di 2 miliardi di euro. È probabile che l'aumento dei margini di interesse netti nel contesto dell'inasprimento della politica monetaria a partire da metà 2022 abbia contribuito positivamente alla distribuzione del capitale delle banche fino a questo momento. Al contempo, l'impatto dell'inasprimento dovrebbe comprimere la redditività nel tempo, con l'indebolimento della crescita dei prestiti e l'aumento del rischio di credito e dei tassi sui depositi, riducendo il margine per ulteriori remunerazioni. Dall'analisi emerge, inoltre, che anche le banche con posizioni di liquidità migliori, secondo quanto segnalato dall'indice di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio, LCR), corrispondono a remunerazioni maggiori. Nel complesso, sembra che le banche che hanno distribuito la quota maggiore di dividendi negli ultimi anni siano state quelle dalle posizioni più solide⁵.

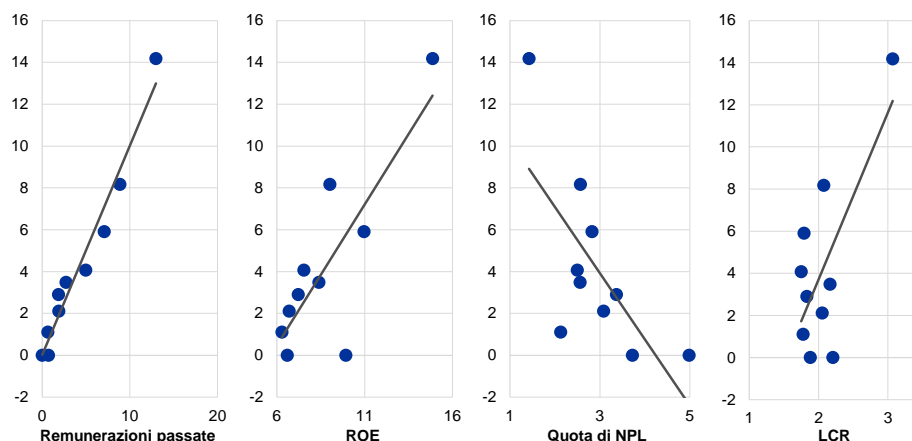
⁴ Cfr., tra gli altri, Belloni, M., Grodzicki, M. e Jarmuzek, M., "Why European banks adjust their dividend payouts?", *Working Paper Series*, n. 2765, BCE, gennaio 2023; Theis, J. e Dutta, A.S., "Explanatory factors of bank dividend policy: revisited", *Managerial Finance*, vol. 35, numero 6, 2009; nonché Dickens, R.N., Casey, K.M. e Newman, J.A., "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors", *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 41, n. 1/2, 2002, pagg. 3-12.

⁵ Inoltre, da ulteriori calcoli emerge come la relazione tra remunerazioni e capitale disponibile derivi dal fatto che, per il campione di banche che comunicano i loro obiettivi in termini di coefficiente patrimoniale agli investitori, quelle con più eccedenza di capitale corrispondono a remunerazioni maggiori.

Grafico C

Remunerazioni degli utili del 2022 rispetto ai loro valori passati, al ROE, alla quota di NPL e all'indice di copertura della liquidità

(asse delle ascisse: percentuale del capitale di rischio (primo e secondo pannello), percentuale di prestiti (terzo pannello) e indice di copertura della liquidità (quarto pannello); asse delle ordinate: percentuale del capitale di rischio)



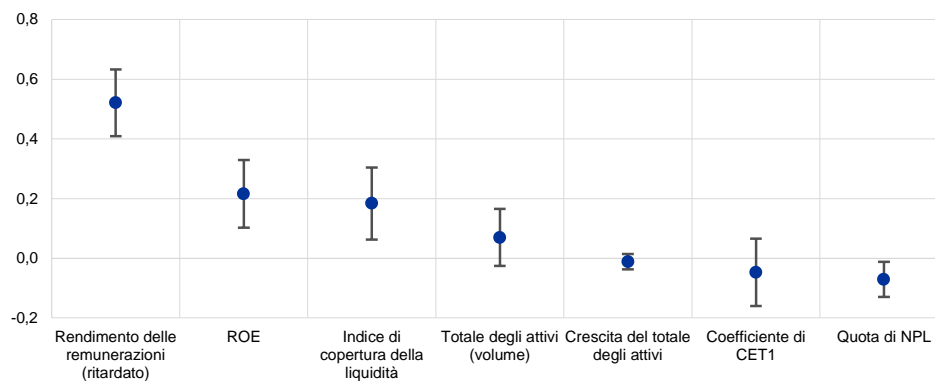
Fonti: conti finanziari delle banche, segnalazioni di vigilanza della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i decili della distribuzione dei rendimenti annui derivanti dalle remunerazioni delle banche (dividendi e riacquisti di azioni proprie divisi per il valore contabile del capitale di rischio) sugli utili del 2022 rispetto al relativo valore passato (primo pannello) e rispetto ai valori passati del ROE (secondo pannello), della quota di NPL (terzo pannello) e dell'indice di copertura della liquidità (quarto pannello). I valori passati relativi a ROE, indice di copertura della liquidità e NPL sono ritardati di un anno.

Grafico D

Coefficienti di regressione che spiegano i rendimenti derivanti dalle remunerazioni per gli utili dal 2016 al 2022

(coefficienti di regressione che mostrano l'impatto di un rendimento ritardato sulle remunerazioni pari a 1 punto percentuale, del ROE, dell'indice di copertura della liquidità, della crescita del totale degli attivi, del coefficiente di CET1 e della quota di NPL, nonché di 1 unità di volume del totale degli attivi, sui rendimenti delle remunerazioni in punti percentuali)



Fonti: conti finanziari delle banche, segnalazioni di vigilanza della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti di regressione dei rendimenti annui delle remunerazioni delle banche (i dividendi e i riacquisti di azioni divisi per il valore contabile del capitale di rischio) sul relativo ritardo e i valori ritardati di ROE, indice di copertura della liquidità, dimensioni della banca (volume del totale degli attivi), tasso di crescita del totale degli attivi sui dodici mesi, coefficiente patrimoniale di capitale primario di classe 1 (common equity tier 1, CET1) e quota di NPL. Le regressioni includono anche gli effetti fissi per anno. Le variabili esplicative sono ritardate di un anno. Variabili ridimensionate (media zero ed errore standard pari a 1). Gli istogrammi relativi all'errore mostrano intervalli di confidenza del 90 per cento. Gli errori standard sono raggruppati a livello di banca. Il periodo campione include gli anni finanziari dal 2016 al 2022, escluso il 2019 a causa della raccomandazione sui dividendi e sul riacquisto di azioni diffusa dalla vigilanza bancaria della BCE. Le ultime osservazioni si riferiscono alla distribuzione degli utili del 2022 (da corrispondersi nel 2023). I risultati si riferiscono a un campione di 57 banche dell'area dell'euro.

Sebbene le recenti distribuzioni agli azionisti abbiano avuto un effetto di segnalazione positivo sui mercati finanziari, i maggiori impegni in termini di remunerazioni sono stati associati a una minore offerta di credito bancario e a tassi sui prestiti più elevati, quindi contribuendo finora, probabilmente, alla

trasmissione dell'impulso di inasprimento della politica monetaria. Le banche che hanno annunciato maggiori rendimenti delle remunerazioni in base agli utili del 2022 hanno registrato un più esiguo aumento del costo del capitale di rischio durante le turbolenze che hanno interessato i mercati finanziari a marzo 2023 (cfr. il grafico E). Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che le remunerazioni più ingenti sono state corrisposte dalle banche con risultati finanziari migliori, ma anche, in parte, a un effetto di segnalazione. Tale effetto sarebbe coerente con i riscontri di altri studi recenti e indica che le più alte remunerazioni annunciate negli ultimi anni potrebbero sostenere la capacità di intermediazione delle banche nei periodi di tensione⁶. Al contempo, vi sono alcune evidenze preliminari di una correlazione negativa tra le remunerazioni annunciate e l'offerta di credito dall'inizio della normalizzazione della politica monetaria. Sulla base dei dati granulari provenienti dal registro del credito alle imprese dell'area dell'euro (AnaCredit), al netto di variazioni della domanda di prestiti e di altri fattori di disturbo, i dividendi sugli utili del 2021 (corrisposti nel 2022) sembrano correlarsi negativamente con l'espansione del credito e positivamente con i tassi sui prestiti bancari del 2022, segnalando una minore offerta di credito, nel 2022, per le banche con più elevate quote di dividendi (cfr. il grafico F). Allo stesso modo, anche le remunerazioni annunciate per l'anno finanziario 2022 evidenziano una correlazione negativa con l'offerta di credito bancario in tale anno; ciò sembra indicare che le banche abbiano pianificato la distribuzione del capitale sulla base degli utili preliminari per l'anno in corso al momento della pianificazione e delle proiezioni relative agli utili di fine anno, calibrando le proprie decisioni sui prestiti e, più in generale, sulla gestione di attività e passività, nel 2022, in base ai piani di distribuzione dei dividendi per l'anno seguente a fronte dei proventi del 2022⁷. Secondo le stime, il fatto che le remunerazioni sugli utili del 2022 abbiano generato un rendimento superiore di 1 punto percentuale rispetto agli standard pre-pandemia sarebbe associato a una diminuzione di circa 1 punto percentuale dei volumi dei prestiti; tuttavia tale correlazione potrebbe riflettere anche fattori collegati al complessivo rallentamento dell'espansione dei prestiti nel contesto di inasprimento della politica monetaria. L'anno finanziario 2022 ha coinciso con la prima fase del ciclo restrittivo e ciò potrebbe aver incoraggiato le banche a limitare l'offerta di credito al fine di distribuire il capitale quando era più indicato dal punto di vista della redditività. Sarà quindi importante monitorare le remunerazioni nel contesto delle interazioni tra distribuzioni del capitale e meccanismo di trasmissione della politica monetaria negli anni a venire.

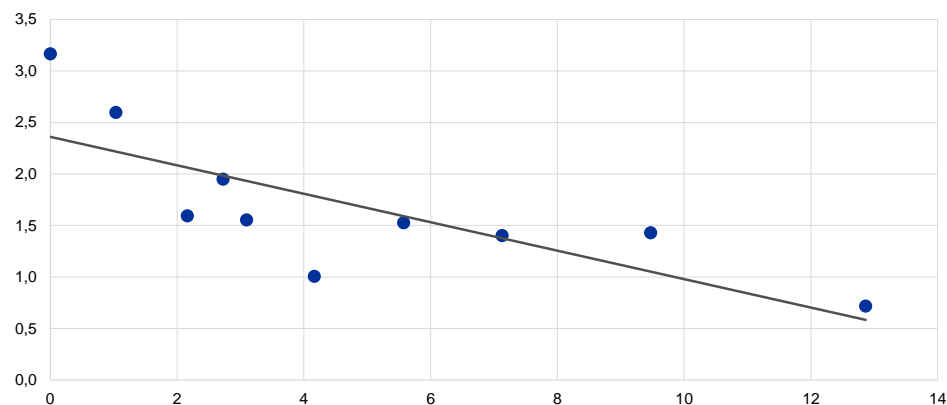
⁶ Cfr. il riquadro [“Dividend payouts and share buybacks of global banks”](#), *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2020.

⁷ Ciò è in linea con la tendenza sopra descritta, da parte delle banche, a spalmare la distribuzione dei dividendi nel tempo. Alcune annunciano obiettivi di remunerazione pluriennali, nel senso che a ogni inizio di nuovo anno viene fissato l'obiettivo per tale anno, considerando anche l'incertezza sui risultati di fine anno. La regressione dell'offerta di credito per il 2022 in base ai dividendi e alle remunerazioni sui profitti di tale anno potrebbe generare un problema di causalità inversa. Tuttavia la distorsione sarebbe conservativa, in quanto i più elevati utili riconducibili ai maggiori volumi di prestiti dovrebbero dare luogo a dividendi più alti. Pertanto, i coefficienti così stimati dovrebbero costituire un limite inferiore. Tale distorsione conservativa si accentuerebbe, dal momento che sugli utili nel 2021 ha più probabilmente inciso la ripresa delle remunerazioni dopo la pandemia, fattore che dovrebbe ulteriormente sbilanciare il coefficiente verso lo zero in tale specificazione.

Grafico E

Variazione del costo del capitale di rischio tra febbraio e marzo 2023 e rendimenti delle remunerazioni sugli utili del 2022

(asse delle ascisse: rendimento delle remunerazioni (punti percentuali); asse delle ordinate: variazione del costo del capitale di rischio (valori percentuali))



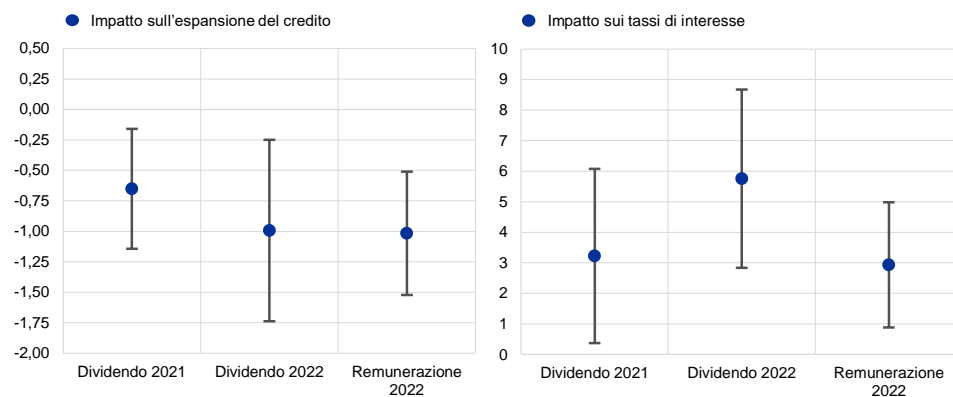
Fonti: conti finanziari delle banche, Bloomberg, Refinitiv ed elaborazioni della BCE

Note: il grafico mostra i decili della distribuzione dei rendimenti sulle remunerazioni delle banche (dividendi e riacquisti di azioni diviso il valore contabile del capitale di rischio) relativi agli utili del 2022, sull'asse delle ascisse, a fronte della variazione del costo del capitale di rischio per le banche tra febbraio e marzo 2023, sull'asse delle ordinate. Il costo del capitale di rischio è una media tra dieci stime basate su modelli (secondo la disponibilità a livello di banca) come specificato in Altavilla, C. et al., "Measuring the cost of equity of euro area banks", *Occasional Paper Series*, n. 254, BCE, gennaio 2021. La linea continua mostra il risultato migliore per la relazione di dispersione.

Grafico F

Impatto delle remunerazioni sugli utili del 2021 e del 2022 sull'espansione del credito e sui tassi di interesse nel 2022

(coefficienti di regressione che mostrano l'impatto di 1 punto percentuale di dividendo o di rendimento della remunerazione sull'espansione del credito, in punti percentuali, e sui tassi di interesse, in punti base)



Fonti: conti finanziari delle banche, segnalazioni di vigilanza della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti della regressione dell'espansione del credito e la variazione dei tassi di interesse a livello di banca, nel 2022, sui rapporti dividendo/prezzo annuali delle banche (dividendi diviso il valore contabile del capitale di rischio) sugli utili del 2021 e del 2022, nonché il rendimento della remunerazione (dividendi e riacquisti di azioni diviso il valore contabile del capitale di rischio) sugli utili del 2022. Le variabili di controllo sono il ROE, l'indice di copertura della liquidità, i requisiti patrimoniali in eccesso rispetto agli standard CET1, il tasso di crescita sui dodici mesi del totale degli attivi, la dimensione della banca (il valore contabile del capitale di rischio), l'incidenza degli NPL e gli effetti fissi a livello di impresa. Le variabili esplicative sono ritardate di un anno. Gli istogrammi relativi all'errore mostrano intervalli di confidenza del 90 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono alla distribuzione degli utili del 2022 (da corrispondersi nel 2023).

L'impatto di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario 15 anni dopo la grande crisi finanziaria

a cura di Marien Ferdinandusse e Benoit Lichtenauer

Durante e dopo la crisi finanziaria mondiale, la maggior parte dei governi dell'area dell'euro ha fornito sostegno a singole istituzioni finanziarie allo scopo di preservare la stabilità finanziaria¹. Gli interventi hanno incluso misure quali iniezioni di capitale, nazionalizzazioni di banche, acquisizione, attraverso strutture finanziarie pubbliche di dismissione (note anche come “bad bank”), di attività che avevano subito una riduzione durevole di valore e concessione di prestiti. Il presente riquadro esamina l'impatto diretto di tale sostegno sui conti pubblici dell'area dell'euro, ancora evidente a distanza di 15 anni. Tale impatto può essere sintetizzato come segue:

- se tali operazioni hanno evidenziato una chiara perdita per le amministrazioni pubbliche, sono classificate come trasferimenti in conto capitale che accrescono il disavanzo di bilancio;
- se le amministrazioni pubbliche hanno ricevuto azioni bancarie o titoli di debito considerati dello stesso valore dell'iniezione di capitale erogata, l'intervento di sostegno viene classificato come una transazione finanziaria che incide sul debito pubblico lordo, ma non sul disavanzo;
- se le amministrazioni pubbliche hanno emesso altresì garanzie a sostegno del settore finanziario, queste rappresentano delle passività potenziali, che incidono sui conti pubblici solo in caso di effettiva escussione.

L'impatto delle misure di sostegno finanziario messe in atto durante la grande crisi finanziaria è diminuito in misura significativa, ma tali provvedimenti continuano tuttora a incidere sui conti pubblici. Considerando l'area dell'euro nel suo complesso, i provvedimenti di supporto finanziario adottati dal 2007 hanno determinato un aumento del debito pubblico fino al 2012, anno in cui gli effetti hanno raggiunto il loro massimo, superiore a 6 punti percentuali del PIL (cfr. il grafico A).

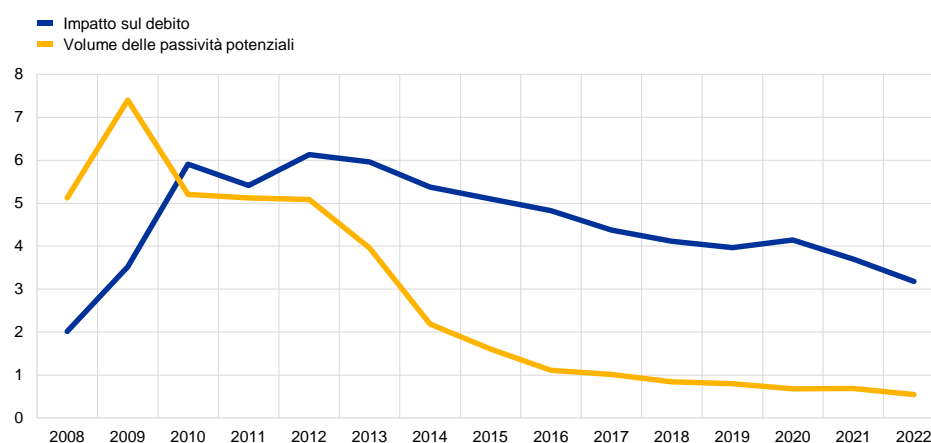
¹ Per una descrizione della crisi finanziaria e dei provvedimenti finanziari e di bilancio adottati, cfr. “Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, n. 109, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2010, e “Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States”, *Occasional Paper Series*, n. 117, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2010. Per ulteriori informazioni sulla classificazione statistica delle misure di sostegno e sul loro impatto sui conti pubblici, cfr. l'articolo 2 *L'impatto fiscale degli interventi a sostegno del settore finanziario durante la crisi* nel numero 6/2015 di questo Bollettino; “Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact”, *Statistics Paper Series*, n. 7, BCE, Francoforte sul Meno, aprile 2015; il riquadro 4 *L'impatto in termini di bilancio degli interventi a sostegno del settore finanziario: la situazione a dieci anni dalla crisi finanziaria* nel numero 6/2018 di questo Bollettino. Le norme di contabilità nazionale applicabili alla registrazione statistica delle misure di sostegno alle istituzioni finanziarie sono state riviste nel tempo. Di conseguenza, l'impatto storico degli interventi pubblici è talvolta cambiato in misura significativa rispetto a queste pubblicazioni passate. Dopo la prima decisione dell'Eurostat sulla classificazione statistica degli interventi pubblici a sostegno delle istituzioni finanziarie nel 2009, le norme sono state ulteriormente riviste fino a poco tempo fa (cfr. la versione aggiornata del capitolo 4.5 “Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and defeasance structures” nella nuova edizione, pubblicata nel 2022, del *Manual on Government Deficit and Debt*).

Da allora l'impatto sul debito è diminuito, perché le amministrazioni pubbliche sono state in grado di vendere le partecipazioni azionarie assunte nelle banche durante la crisi e di cedere le attività (principalmente crediti deteriorati) detenute dalle bad bank. Tuttavia, nel 2022 il debito pubblico dell'area dell'euro continuava a essere superiore a oltre il 3 per cento del PIL in conseguenza del sostegno offerto al settore finanziario, mentre le garanzie in essere ammontavano allo 0,5 per cento circa del prodotto (cfr. il grafico A). I finanziamenti a sostegno del settore finanziario hanno incluso titoli di debito (poco più della metà), prestiti (17,7 per cento) e altre passività di soggetti dell'amministrazione pubblica (28,8 per cento)². Quest'ultima categoria consiste principalmente nel debito di a) banche che sono state nazionalizzate e riclassificate nella categoria delle amministrazioni pubbliche e b) bad bank.

Grafico A

Impatto sul debito dell'area dell'euro degli interventi a sostegno del settore finanziario e impatto potenziale sul debito delle passività potenziali in essere, 2008-2022

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: le passività delle amministrazioni pubbliche derivanti dagli interventi a sostegno del settore finanziario incidono sul debito osservabile. Le passività potenziali sono obbligazioni nella forma di garanzie esplicite che non hanno alcun effetto sui conti pubblici (eccetto le entrate fornite dalle commissioni sulle garanzie), a meno che o fino a quando non accada un particolare evento in futuro.

Le misure di sostegno hanno determinato un aumento del disavanzo pubblico dell'area dell'euro ogni anno a partire dalla crisi finanziaria, sebbene l'entità dell'impatto negli ultimi anni sia divenuta molto esigua (cfr. il grafico B). In alcuni degli anni precedenti, l'impatto sul disavanzo è stato determinato principalmente da trasferimenti in conto capitale. Negli anni successivi la spesa connessa al sostegno, composta soprattutto da interessi da corrispondere e, in misura minore, trasferimenti

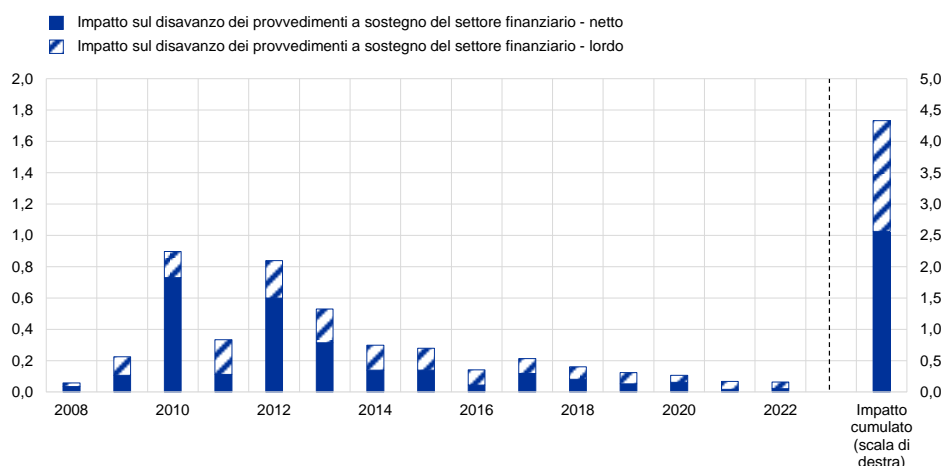
² Per ulteriori dettagli, cfr. la [nota esplicativa](#) dell'Eurostat di aprile 2023 sugli interventi delle amministrazioni pubbliche a supporto delle istituzioni finanziarie.

in conto capitale, ha superato le relative entrate, composte per lo più da interessi e dividendi ricevuti³.

Grafico B

Impatto degli interventi a sostegno del settore finanziario sul disavanzo dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

L'impatto di bilancio dei provvedimenti a sostegno del settore finanziario presenta differenze rilevanti tra i paesi dell'area dell'euro.

Alcuni paesi non hanno intrapreso alcuna azione, o quasi, mentre l'impatto massimo sul rapporto debito pubblico/PIL è stato prossimo o superiore al 10 per cento in dieci paesi dell'area dell'euro, tra cui Germania, Paesi Bassi, Lettonia, Austria, Slovenia, i quattro paesi dell'area che hanno necessitato di un programma di aggiustamento economico di UE/Fondo monetario internazionale (FMI), cioè Irlanda, Grecia, Cipro e Portogallo, e Spagna⁴, che nel 2012 ha richiesto il sostegno finanziario del Fondo europeo di stabilità finanziaria/Meccanismo europeo di stabilità. L'impatto sul debito tra i beneficiari dei programmi di aggiustamento UE/FMI nel 2022 era ancora superiore a 10 punti percentuali, in alcuni casi in misura notevole (cfr. il grafico C)⁵.

³ A tale riguardo, l'impatto in termini di bilancio delle misure di sostegno connesse all'energia nell'area dell'euro durante i primi due anni della crisi energetica rappresenta un confronto utile. L'impatto netto cumulato del supporto al settore finanziario tra il 2008 e il 2022 sul disavanzo dell'area dell'euro è stato pari a circa il 2,6 per cento del PIL del 2022, mentre l'impatto netto delle misure di sostegno connesse all'energia nei primi due anni della crisi energetica (2021-2022) è stato pari a circa il 1,9 per cento del PIL. Cfr. anche il riquadro 9 [Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata](#) nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

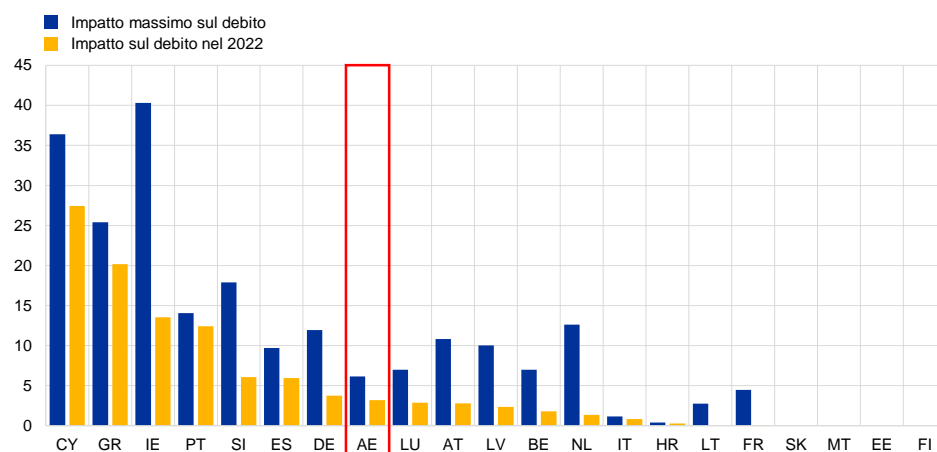
⁴ In Spagna l'impatto del sostegno pubblico al settore finanziario sul debito delle amministrazioni pubbliche ha subito una significativa revisione nel 2021 (anche per i dati relativi al passato), quando la società di gestione patrimoniale Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) è stata riclassificata come appartenente alla categoria delle amministrazioni pubbliche retroattivamente dalla sua creazione nel 2012. Per ulteriori informazioni, cfr. la [lettera](#) del 16 febbraio 2021 da parte dell'Eurostat all'istituto nazionale di statistica spagnolo (Instituto Nacional de Estadística) sulla classificazione della SAREB.

⁵ Per l'Irlanda è preferibile misurare l'impatto sul debito come percentuale del reddito nazionale lordo modificato (RNL*), piuttosto che del PIL, in considerazione degli effetti sul PIL delle operazioni fiscali delle società multinazionali. L'impatto sul debito del sostegno al settore finanziario ha raggiunto il massimo nel 2013 con il 53 per cento dell'RNL* e nel 2022 era pari al 25 per cento.

Grafico C

Impatto degli interventi a sostegno del settore finanziario sul debito pubblico lordo

(in percentuale del PIL)



Fonte: Eurostat.

Note: il grafico mostra le passività massime delle amministrazioni pubbliche, espresse in percentuale del PIL nel periodo tra il 2007 e il 2022 e nell'anno 2022. L'elenco dei paesi segue l'ordine dei valori registrati nel 2022.

Gli effetti diretti di lungo periodo sui conti pubblici dovuti agli interventi a sostegno del settore finanziario mostrati nel presente riquadro rappresentano solo una parte dei costi economici complessivi di una crisi finanziaria.

Tali costi si sono concretizzati anche sotto forma di minor prodotto e di maggiore disoccupazione. In alcuni paesi, inoltre, le dinamiche sfavorevoli del settore finanziario e dei conti pubblici si sono rafforzate reciprocamente, esercitando pressioni al rialzo sui costi di finanziamento del debito sovrano ed esacerbando la crisi finanziaria ed economica. Ciò ha causato un aumento del rapporto debito pubblico/PIL non incluso nelle stime del presente riquadro. Tutti questi fattori mostrano l'importanza di disporre del necessario assetto istituzionale al fine di prevenire episodi di instabilità macroeconomica e finanziaria e di mitigarne i costi qualora si verificano. Dopo la grande crisi finanziaria nell'UE sono state attuate riforme volte a migliorare la vigilanza sul settore finanziario, la risoluzione ordinata delle istituzioni finanziarie in dissesto, la sostenibilità dei conti pubblici e la capacità di tenuta degli enti sovrani debitori, ad esempio attraverso la creazione del Meccanismo di vigilanza unico, del Meccanismo di risoluzione unico e del Comitato europeo per le finanze pubbliche⁶.

⁶ Cfr. i seguenti collegamenti per maggiori informazioni sul [Meccanismo di vigilanza unico](#), il [Meccanismo di risoluzione unico](#) e il [Comitato europeo per le finanze pubbliche](#).

Articoli

1 Il conto corrente dell'area dell'euro in seguito allo shock pandemico ed energetico

a cura di Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris e Martin Schmitz

1 Introduzione

Nel 2022 il saldo di conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo pari allo 0,8 per cento del PIL dell'area, a fronte di un avanzo del 2,8 per cento nel 2021, con un peggioramento di 3,6 punti percentuali¹.

Ciò ha rappresentato la variazione annuale più consistente mai registrata del saldo di conto corrente dell'area dell'euro, in quanto lo shock sulle ragioni di scambio dovuto all'aumento dei prezzi dei beni energetici a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina ha provocato un sostanziale peggioramento della bilancia commerciale dell'area². Dall'introduzione dell'euro, nel 1999, il saldo di conto corrente dell'area dell'euro ha attraversato diverse fasi distinte. Dopo un disavanzo all'inizio degli anni 2000, ha mantenuto una posizione di sostanziale equilibrio fino alla crisi finanziaria mondiale, quando si è sensibilmente deteriorato fino a raggiungere un deficit storicamente elevato, prossimo al 2 per cento del PIL nel 2008. Dopo una fase di miglioramento, il saldo di conto corrente dell'area dell'euro ha registrato avanzi sostenuti tra il 2013 e il 2019, per poi mostrare una certa volatilità legata alla pandemia nel 2020 e nel 2021³.

Le variazioni del saldo di conto corrente forniscono informazioni che possono avere implicazioni per la conduzione della politica monetaria. Ad esempio, un peggioramento del saldo di conto corrente dovuto a un'impennata dei prezzi all'importazione e a un deterioramento delle ragioni di scambio – come è avvenuto durante la recente crisi energetica – da un lato aumenta le pressioni inflazionistiche attraverso una variazione dei prezzi relativi e, dall'altro lato, deprime anche la domanda interna attraverso il relativo calo dei redditi reali; quest'ultimo fattore induce nel tempo una correzione del saldo di conto corrente, attenuando così le spinte inflazionistiche. Ciò ha implicazioni importanti sia per il grado che per la durata necessari per la restrizione monetaria in risposta a uno shock delle ragioni di scambio.

¹ L'evoluzione del saldo di conto corrente dell'area dell'euro è strettamente collegata agli andamenti economici esteri, in quanto misura le operazioni tra residenti e non residenti nell'area; comprende il saldo dell'interscambio di beni e servizi, il saldo dei redditi primari (quali interessi e dividendi) e i trasferimenti netti registrati come redditi secondari (quali rimesse e trasferimenti legati al bilancio dell'UE).

² Le ragioni di scambio misurano i prezzi all'esportazione rispetto ai prezzi all'importazione.

³ Cfr. il riquadro 1 *Andamenti del conto corrente dell'area dell'euro durante la pandemia* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

Il presente articolo fornisce un'analisi approfondita dei fattori alla base della brusca inversione del saldo di conto corrente dell'area dell'euro nel 2022, prendendo in considerazione gli andamenti delle varie componenti del conto corrente e analizzando le prospettive di ripresa del relativo saldo sulla base delle sue determinanti di medio periodo.

2 Il conto corrente dell'area dell'euro in seguito allo shock pandemico ed energetico

Dopo essere stato in avanzo dal 2012, il saldo di conto corrente dell'area dell'euro è diminuito bruscamente fino a registrare un disavanzo nel 2022.

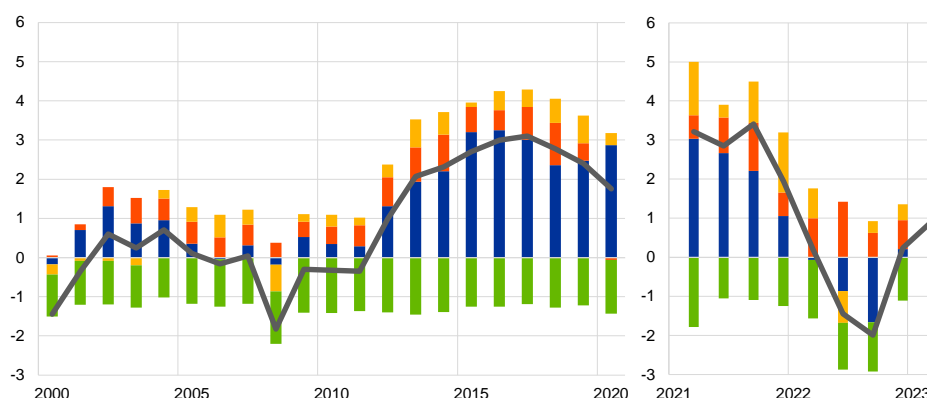
Nel 2022 il deficit è risultato pari allo 0,8 per cento del PIL dell'area dell'euro, con un calo di 3,6 punti percentuali rispetto all'avanzo del 2,8 per cento del 2021. Si tratta della variazione annuale più consistente mai registrata dal saldo di conto corrente dell'area dell'euro (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

Saldo di conto corrente dell'area dell'euro

(a sinistra: flussi annuali; a destra: flussi trimestrali, in percentuale del PIL)

■ Interscambio di beni ■ Redditi primari
 ■ Interscambio di servizi ■ Redditi secondari
 — Conto corrente



Fonte: BCE.

Il deterioramento del saldo di conto corrente è dovuto in larga misura

all'interscambio di beni. Il saldo dell'interscambio dei beni è passato da un surplus del 2,2 per cento del PIL nel 2021 a un disavanzo dello 0,6 per cento nel 2022. Allo stesso tempo, l'avanzo dei redditi primari è diminuito dall'1,1 allo 0,2 per cento del PIL. Tali andamenti sono stati solo in parte controbilanciati da un aumento dell'avanzo dei servizi, dallo 0,8 allo 0,9 per cento del PIL, mentre il disavanzo dei redditi secondari è rimasto invariato all'1,3 per cento del PIL.

Il passaggio da un avanzo a un disavanzo nel saldo dell'interscambio dei beni ha rispecchiato in larga misura il temporaneo aumento del prezzo delle

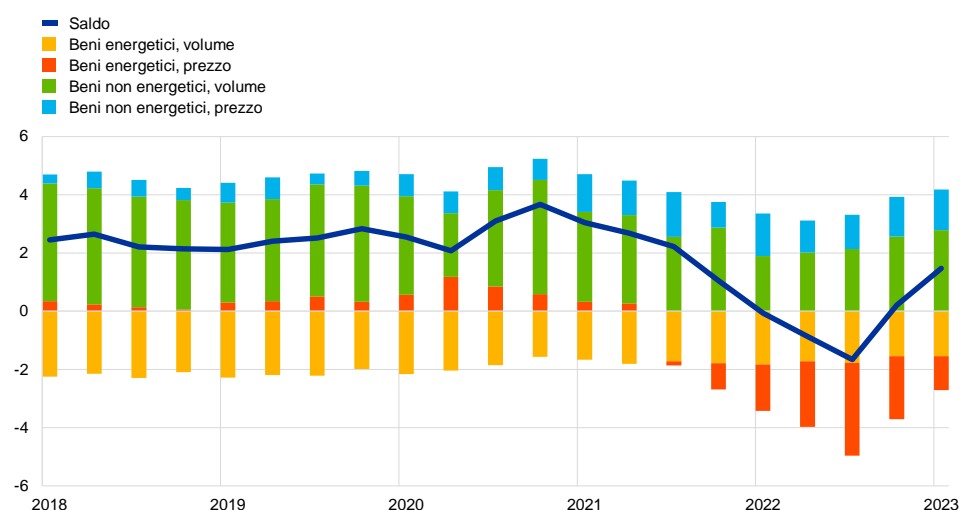
importazioni di beni energetici. Il deficit nel saldo dell'interscambio dei beni energetici è risultato pari al 4,0 per cento del PIL nel 2022, più del doppio rispetto all'1,9 per cento dell'anno precedente. La scomposizione delle esportazioni e delle

importazioni, per tipologia di prodotti, in effetti di prezzo e di volume mostra che tale aumento è stato a sua volta determinato dal rincaro dei beni energetici (cfr. il riquadro 1). Tali prezzi avevano già iniziato a crescere verso la fine del 2021; a partire da febbraio 2022 hanno subito una netta accelerazione a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina. Il volume delle importazioni ha registrato variazioni più contenute, in quanto gli acquisti di beni energetici sono aumentati marginalmente fino alla metà del 2022, di riflesso agli sforzi volti ad aumentare i livelli di stoccaggio del gas prima dell'inverno; hanno invece iniziato a diminuire a partire dall'autunno del 2022, sulla scia delle misure di risparmio energetico e delle condizioni meteorologiche favorevoli. Con il calo dei prezzi dei beni energetici, all'inizio del 2023, il saldo dell'interscambio dei beni ha recuperato e ha persino registrato un avanzo su base trimestrale, riflettendo inoltre una ripresa dei volumi delle esportazioni nette di beni non energetici (cfr. il grafico 2).

Grafico 2

Saldo dell'interscambio dei beni dell'area dell'euro

(trimestrale, in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023. La scomposizione del saldo dell'interscambio dei beni nella bilancia dei pagamenti è effettuata utilizzando i metodi descritti nel riquadro 1 del presente articolo. La scomposizione della bilancia dei pagamenti per categoria di prodotto è ricavata dalle statistiche sul commercio internazionale di beni (International Trade in Goods Statistics). I beni energetici comprendono gli scambi, in base alla Classificazione tipo per il commercio internazionale (Standard International Trade Classification), terza revisione. La scomposizione in componenti di prezzo e di volume è ottenuta moltiplicando i valori per gli importi, ponderati per l'interscambio, dei singoli indici di quantità all'interno delle rispettive categorie di prodotti e sottraendoli dai valori nominali dell'interscambio.

Anche il saldo dell'interscambio dei beni non energetici è diminuito per gran parte del 2022. Nella prima metà del 2022 il calo dell'avanzo dei beni non energetici ha rispecchiato una debole crescita dei volumi esportati, risultata inferiore all'aumento di quelli importati. Questi ultimi sono cresciuti vigorosamente, nonostante il deprezzamento dell'euro e la moderata domanda interna, per effetto di un forte incremento delle importazioni di manufatti ad alto contenuto di energia, in quanto la produzione interna all'area dell'euro è divenuta meno competitiva per lo shock asimmetrico causato dai prezzi dei beni energetici⁴.

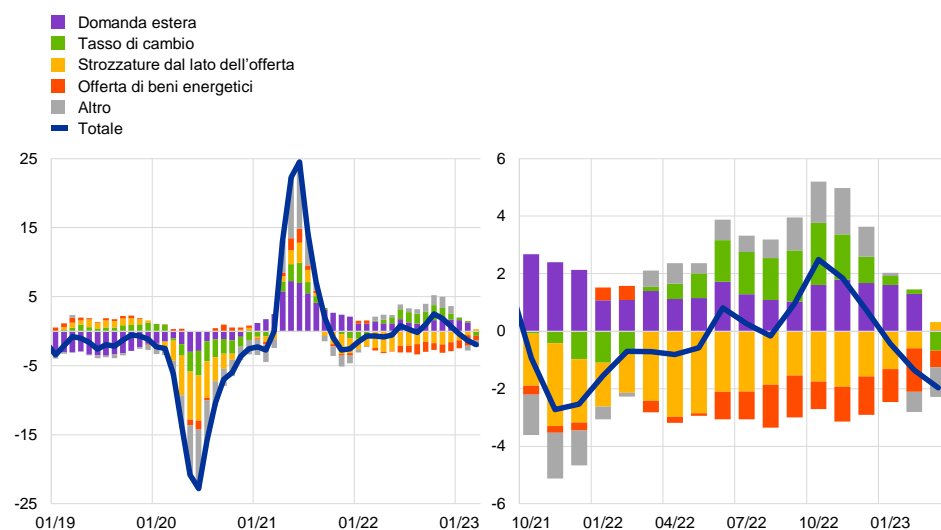
⁴ Cfr. il riquadro 2 *Gli effetti dei rincari energetici sulla produzione industriale e sulle importazioni* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

Nel 2022 le strozzature dal lato dell'offerta, compreso lo shock dei prezzi energetici, hanno continuato a frenare la crescita delle esportazioni di beni dell'area dell'euro. La risposta alla pandemia di coronavirus (COVID-19) ha incluso misure di chiusura (lockdown) che hanno limitato l'offerta; insieme a misure fiscali di compensazione, ciò ha determinato un eccesso di domanda di beni. Le strozzature dal lato dell'offerta si sono amplificate a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, cominciata alla fine di febbraio 2022, e hanno iniziato ad attenuarsi solo a partire dal successivo mese di agosto. Il grafico 3 mostra una scomposizione in serie storica ottenuta da un modello vettoriale autoregressivo strutturale. I risultati suggeriscono che le strozzature dal lato dell'offerta hanno frenato la crescita delle esportazioni di beni dell'area dell'euro fino a tutto il 2022. In realtà, gli effetti esercitati dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento erano ancora presenti nei primi mesi del 2023; a marzo di quest'anno l'allentamento di tali strozzature ha finalmente fornito un impulso alla crescita delle esportazioni⁵. Inizialmente lo shock dal lato dell'offerta di beni energetici ha avuto un ruolo marginale nelle esportazioni dell'area dell'euro, ma ha acquisito importanza dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Tali fattori sono stati in parte compensati dal deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, avvenuto lo scorso anno, che ha accresciuto la competitività di prezzo nel corso del 2022.

Grafico 3

Serie storica della scomposizione delle esportazioni di beni in volume

(variazione percentuale mobile di tre mesi sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il grafico mostra le deviazioni dalla condizione di equilibrio basate su un modello vettoriale autoregressivo strutturale per i dati da gennaio 2003 a marzo 2023. Restrizioni di segno sull'impatto: 1) domanda estera, 2) strozzature, 3) offerta di beni energetici e 4) shock del tasso di cambio effettivo nominale: indice sintetico dei prezzi dei beni energetici nell'area dell'euro 3: (+); produzione industriale da elevata intensità energetica a non elevata intensità energetica 2:(+), 3:(-); importazioni mondiali 1:(+), 2:(-), 3:(-); indice armonizzato dei prezzi al consumo nell'area dell'euro 1:(+), 2:(+), 3:(+), 4:(-); pressioni lungo la catena di approvvigionamento 1:(+), 2:(+); esportazioni dell'area dell'euro 1:(+), 2:(-), 3:(-), 4:(-); tasso di cambio effettivo nominale 1:(+), 4:(+).

L'avanzo del saldo dei servizi ha fornito un contributo positivo all'andamento del saldo di conto corrente dell'area dell'euro durante lo shock energetico.

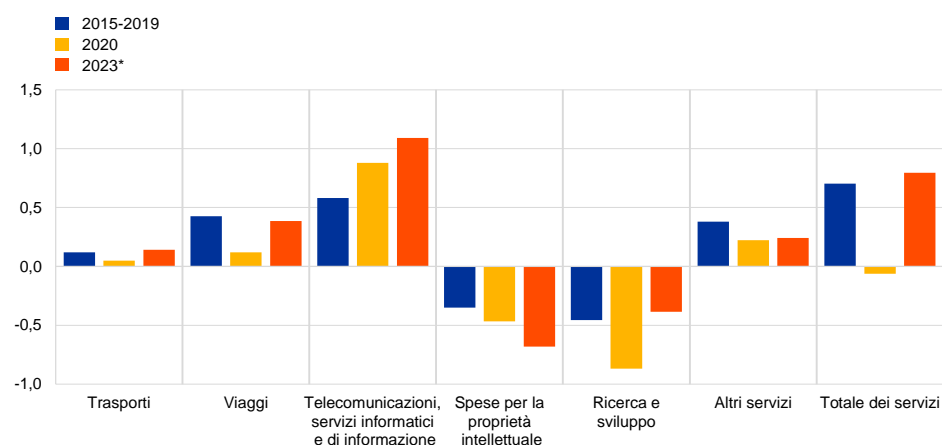
⁵ Le strozzature dal lato dell'offerta hanno fatto sì che gli esportatori dell'area dell'euro non fossero in grado di soddisfare appieno la domanda estera, il che ha fornito in media uno stimolo positivo alla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro nel 2022, venuto meno, tuttavia, nei mesi più recenti.

Rispetto al periodo precedente la pandemia, il principale cambiamento è consistito in un maggiore surplus dei servizi legati alle tecnologie dell'informazione e delle telecomunicazioni, aumentato dallo 0,6 all'1,1 per cento del PIL dell'area dell'euro negli ultimi quattro trimestri (cfr. il grafico 4), grazie a maggiori esportazioni in un contesto di dinamica favorevole del settore. Gli avanzi nei servizi di viaggio e nei servizi di trasporto nell'area dell'euro sono tornati su valori prossimi ai livelli prepandemici, dopo il calo osservato al culmine della pandemia nel 2020 a causa delle restrizioni nei movimenti di passeggeri e del crollo delle spedizioni di beni. Negli ultimi anni si sono registrati consistenti deficit per quanto riguarda le spese per l'uso della proprietà intellettuale, salite allo 0,7 per cento del PIL negli ultimi quattro trimestri. Disavanzi considerevoli sono stati registrati anche nei servizi di ricerca e sviluppo, che negli ultimi anni hanno mostrato una marcata volatilità nell'ambito delle importazioni dell'area dell'euro, legata a motivi di pianificazione fiscale da parte delle grandi imprese multinazionali⁶.

Grafico 4

Andamenti dei saldi dell'interscambio di servizi e delle principali tipologie di servizi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la voce "Altri servizi" comprende le categorie di interscambio di servizi non riportate in altre parti del presente grafico. Media per il periodo 2015-2019 indicata.

* 2023 si riferisce al periodo compreso tra il secondo trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2023.

Nel 2022 il saldo commerciale dell'area dell'euro è peggiorato soprattutto nei confronti di Cina, Russia e Stati Uniti. I disavanzi bilaterali più ampi sono stati registrati con la Cina, a causa dei forti aumenti delle importazioni di beni, con la Russia, per le importazioni di prodotti energetici e il crollo delle esportazioni dopo l'inizio della guerra legato all'imposizione di sanzioni, e con un gruppo di altri paesi, tra cui quelli OPEC e la Norvegia, in relazione agli acquisti di prodotti energetici (cfr. il grafico 5). Successivamente, all'inizio del 2023, il disavanzo commerciale con

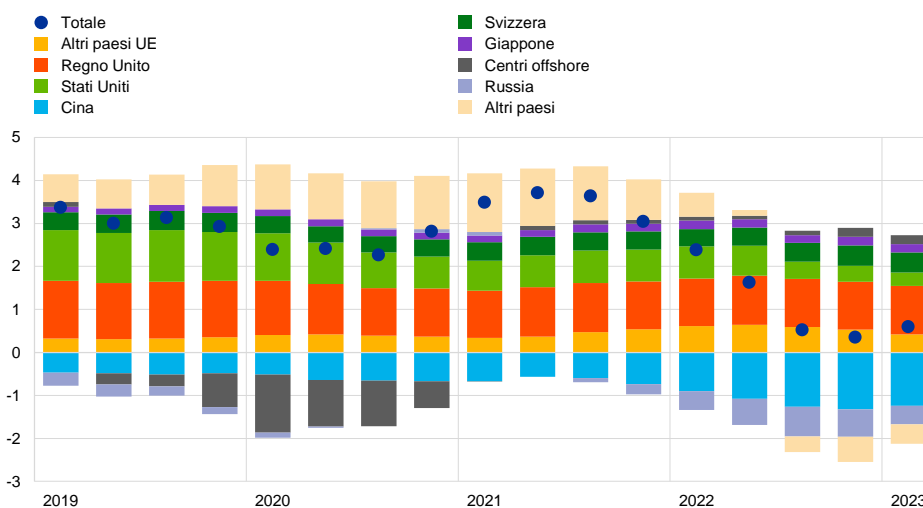
⁶ Per ulteriori informazioni in merito all'impatto delle operazioni delle imprese multinazionali sui conti con l'estero dell'area dell'euro cfr. l'articolo 1 *Le imprese multinazionali, i centri finanziari e le loro ripercussioni per gli squilibri esterni: una prospettiva dal punto di vista dell'area dell'euro* nel numero 2/2020 di questo Bollettino; cfr. Lane, P.R., "Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic", intervento tenuto allo European Statistical Forum (virtuale) il 26 aprile 2021; e il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

la Russia e la Cina è lievemente diminuito, in linea con il calo complessivo dei prezzi dei beni energetici e la diversificazione dei fornitori di tali prodotti, nonché con la revoca delle restrizioni legate al COVID-19 in Cina. Nel 2022 il calo dell'avanzo commerciale con gli Stati Uniti è stato in parte dovuto al volatile andamento delle transazioni di servizi connesse alle operazioni delle grandi imprese multinazionali; già dal 2019 l'area dell'euro ha triplicato il proprio disavanzo bilaterale nei pagamenti per l'uso della proprietà intellettuale e di altri servizi alle imprese⁷. Inoltre, le importazioni di beni dell'area dell'euro dagli Stati Uniti sono aumentate notevolmente nel corso del 2022, in linea con l'incremento della domanda di gas naturale liquefatto statunitense⁸. I maggiori avanzi commerciali bilaterali nel 2022 sono stati registrati con il Regno Unito, la Svizzera e gli altri paesi dell'UE.

Grafico 5

Saldo commerciale dell'area dell'euro per paese controparte

(flussi cumulati su quattro trimestri in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Note: la voce "Altri paesi UE" comprende i paesi membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e le istituzioni e gli organi dell'UE che, a fini statistici, sono considerati esterni all'area, come ad esempio la Commissione europea e la Banca europea per gli investimenti. La voce "Centri offshore" comprende i paesi e le giurisdizioni al di fuori dell'UE che forniscono servizi finanziari ai non residenti in misura non proporzionata alle dimensioni della loro economia nazionale (sono inclusi, ad esempio, la Regione amministrativa speciale di Hong Kong e le Isole Cayman). La voce "Altri paesi" comprende tutti i rimanenti paesi, nonché le transazioni non allocate.

Nel 2022 l'avanzo dei redditi primari si è deteriorato a causa del calo del saldo dei redditi da capitale, principalmente dovuto a una forte diminuzione dell'avanzo della componente azionaria dei redditi da investimenti diretti esteri

⁷ Il notevole aumento negli ultimi due anni dei pagamenti agli Stati Uniti, per l'utilizzo dei diritti di proprietà intellettuale e di altri servizi alle imprese, si riflette in una corrispondente diminuzione di tali importazioni dai centri offshore, dai quali erano in gran parte provenute nel periodo 2019-2020. Ciò è indicativo delle recenti operazioni di ristrutturazione da parte delle grandi imprese multinazionali, compresa la riallocazione negli Stati Uniti di diritti di proprietà intellettuale (intellectual property assets), in precedenza detenuti all'interno di controllate in centri offshore. Dal punto di vista dell'area dell'euro, tali operazioni coinvolgono principalmente Irlanda e Paesi Bassi, in ragione del loro ruolo di centri finanziari per le grandi imprese multinazionali.

⁸ Per ulteriori informazioni sul mercato del gas naturale dell'UE, cfr. il riquadro 1 *Rischi a livello mondiale per il mercato del gas naturale nell'UE* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

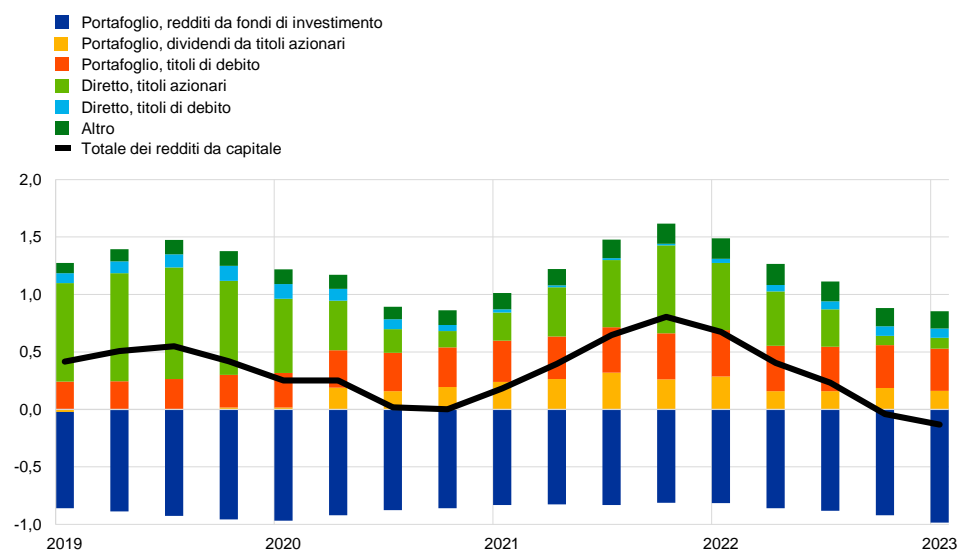
(IDE) e a un aumento del disavanzo dei redditi da fondi di investimento⁹.

Nel corso del 2022 il saldo dei redditi da capitale è risultato in lieve disavanzo (cfr. il grafico 6), in quanto il surplus della componente azionaria dei redditi da investimenti diretti esteri (IDE) è diminuito notevolmente, riflettendo in gran parte la forte volatilità dei flussi di reddito all'interno dei principali centri finanziari relativamente agli IDE dell'area dell'euro (Irlanda, Lussemburgo e Paesi Bassi). Nello stesso anno i fondi di investimento dell'area, domiciliati prevalentemente in Irlanda e Lussemburgo, hanno registrato maggiori deflussi di reddito verso gli investitori esteri. L'aumento a livello mondiale dei tassi di interesse osservato a partire dal 2022 ha avuto un significativo impatto positivo sui redditi da titoli di portafoglio e da altri investimenti sia nei flussi in entrata sia in quelli in uscita; il contributo complessivamente positivo di tali voci al saldo dei redditi da capitale dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile.

Grafico 6

Andamenti del saldo dei redditi da capitale dell'area dell'euro per tipologia di reddito

(flussi cumulati di quattro trimestri in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: la voce "Altro" comprende i redditi da attività di riserva e da altri investimenti.

Nel 2022, nonostante il disavanzo di conto corrente, l'area dell'euro è rimasta un prestatore netto, in quanto il conto capitale ha registrato un avanzo eccezionalmente elevato.

Tra le principali componenti della bilancia dei pagamenti, negli ultimi due decenni il saldo del conto corrente e quello del conto finanziario dell'area dell'euro hanno seguito andamenti molto simili (cfr. il grafico 7), mentre il

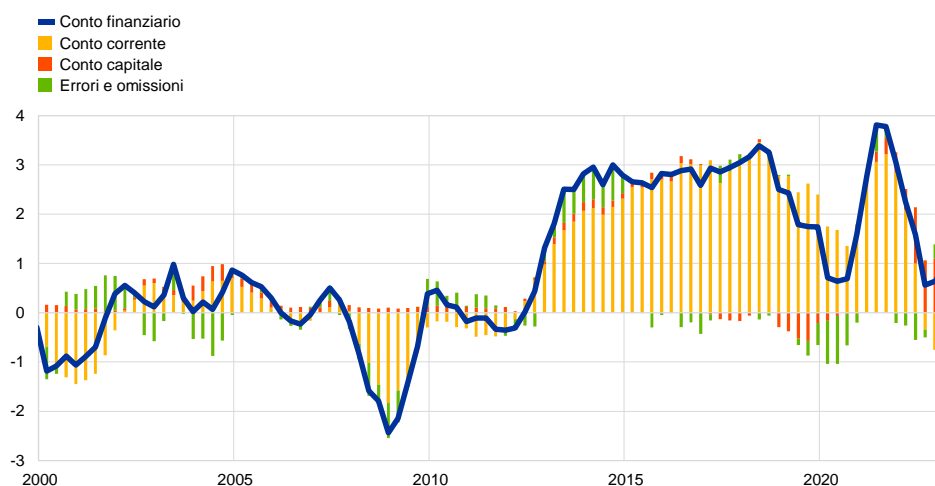
⁹ I redditi da capitale registrano le entrate e le uscite generate dalle attività e passività sull'estero di un paese (come i dividendi e gli interessi) e possono essere ulteriormente scomposti nelle categorie funzionali della bilancia dei pagamenti (investimenti diretti esteri, investimenti di portafoglio, altri investimenti e attività di riserva). I redditi primari, oltre ai redditi da capitale, comprendono anche i redditi da lavoro dipendente e altri redditi primari (principalmente imposte e sussidi) che tradizionalmente contribuiscono positivamente al saldo dei redditi primari dell'area dell'euro.

saldo del conto capitale e gli errori e le omissioni hanno registrato valori contenuti¹⁰. Tuttavia, lo stretto legame tra il conto corrente e il conto finanziario è venuto meno nel corso del 2022, con il conto finanziario che ha continuato a registrare deflussi netti, ancorché in calo (0,9 per cento del PIL negli ultimi quattro trimestri)¹¹. Tale allentamento è legato a un avanzo storicamente elevato del conto capitale (1,0 per cento del PIL), soprattutto con gli Stati Uniti e il Regno Unito, principalmente a causa della vendita di attività riconducibili al marketing (quali marchi e loghi)¹². A loro volta, queste vendite hanno rispecchiato le riallocazioni di attività immateriali all'interno delle imprese multinazionali dalle controllate nell'area dell'euro a soggetti esterni all'area. Poiché tali operazioni di ristrutturazioni societarie di grandi dimensioni non sono molto frequenti, il loro impatto sull'accREDITAMENTO netto dell'area dell'euro dovrebbe risultare transitorio.

Grafico 7

Identità della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: i dati sono riportati come somma mobile di quattro trimestri fino al primo trimestre del 2023.

Nel complesso, il deterioramento del saldo di conto corrente è stato determinato principalmente da una diminuzione del saldo dell'interscambio di beni a seguito dei bruschi aumenti dei prezzi all'importazione dei beni energetici. Nel primo trimestre del 2023 il calo dei prezzi dei beni energetici importati ha contribuito a una ripresa del saldo del conto corrente dell'area dell'euro allo 0,9 per cento del PIL dell'area. Tuttavia, l'entità di tale ripresa nel medio periodo è meno chiara, giacché dipende dal grado di persistenza dei rincari dei corsi energetici e dal modo in cui la sequenza degli shock negli ultimi anni ha influito sulle

¹⁰ Secondo l'identità della bilancia dei pagamenti si ha: $CA + KA + EO = FA$, dove CA indica il saldo di conto corrente, KA il saldo del conto capitale, EO gli errori e le omissioni (che includono eventuali discrepanze statistiche) e FA il saldo del conto finanziario. Il saldo del conto finanziario è definito in termini di flussi finanziari netti, ossia gli acquisti netti di attività sull'estero da parte dei residenti di un'economia meno la variazione netta delle passività dei residenti nei confronti dei non residenti.

¹¹ Per ulteriori informazioni sull'evoluzione dei flussi finanziari esterni all'area dell'euro nel 2022 cfr. il riquadro 6 *L'ingente ridimensionamento dei flussi finanziari con l'esterno dell'area dell'euro nel 2022: evidenze dai dati più granulari di bilancia dei pagamenti* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

¹² Il conto capitale comprende principalmente i trasferimenti di beni capitali e le operazioni in attività non finanziarie non prodotte, come le attività di marketing.

determinanti di medio periodo del conto corrente. Nella sezione seguente sono esaminati questi fattori trainanti e le relative prospettive a medio termine.

Riquadro 1

L'introduzione nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro di una scomposizione per categoria di prodotto e per prezzo-quantità nell'ambito dell'interscambio di beni

a cura di Jerzy Niemczyk e Mykola Ryzhenkov

I recenti rincari delle materie prime e le strozzature dal lato dell'offerta mettono in luce l'importanza di un'analisi di dettaglio dell'interscambio di beni dell'area dell'euro che sia coerente con la bilancia dei pagamenti nel suo complesso. Il presente riquadro illustra due scomposizioni sperimentali volte ad agevolare tale analisi, in particolare per quanto riguarda il tipo di beni e il contributo dato dai prezzi e dai volumi ai flussi commerciali.

Sebbene non sia possibile ricavare dai dati della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro una scomposizione dettagliata in termini di tipologie di beni, si può ottenere una stima utilizzando dati di dettaglio provenienti dalle statistiche sul commercio internazionale di beni (International trade in goods statistics, ITGS)¹³. Esistono, tuttavia, importanti differenze concettuali tra i dati di bilancia dei pagamenti e quelli ITGS e negli ultimi anni ciò ha determinato discrepanze sempre più evidenti per l'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico A)¹⁴. Tra i vari possibili approcci per disaggregare per tipologia di prodotto le esportazioni e le importazioni di beni riportate nella bilancia dei pagamenti, risulta più vantaggioso, anche grazie alla sua facilità di calcolo, utilizzare un semplice metodo proporzionale, che si basa sull'applicazione ai dati aggregati di bilancia dei pagamenti della struttura dell'interscambio osservata nelle statistiche ITGS¹⁵. Adottando questo approccio, l'interscambio di beni che si evince dalla bilancia dei pagamenti è suddiviso in cinque principali categorie di prodotto, in base alla Classificazione tipo per il commercio internazionale (CTCI): prodotti alimentari, energia, prodotti chimici, macchinari e altri beni¹⁶. Dalla scomposizione emerge che il deterioramento del saldo commerciale osservato dall'inizio del 2021 è dovuto a una crescita del disavanzo dei prodotti energetici e a una diminuzione dell'avanzo dei macchinari (cfr. il pannello b) del grafico A).

Per quanto attiene alla scomposizione per prezzo e quantità, nella bilancia dei pagamenti l'interscambio di beni è misurato in valori; non essendo disponibile l'informazione separata di

¹³ Le statistiche sul commercio internazionale di beni (International trade in goods statistics, ITGS) pubblicate dall'Eurostat misurano il valore e la quantità delle merci scambiate tra gli Stati membri dell'UE e con i paesi non appartenenti all'UE.

¹⁴ In genere le discrepanze tra le due serie di dati si devono a differenze concettuali; in particolare, le statistiche di bilancia dei pagamenti, così come i dati di contabilità nazionale, si basano sul concetto di passaggio della proprietà economica, mentre l'ITGS registra tutte le merci che attraversano la frontiera di un paese. Inoltre, i dati sulle importazioni di fonte ITGS richiedono aggiustamenti da valori CIF (cost, insurance and freight) a valori FOB (free on board). Nello specifico, l'aumento dei costi di trasporto negli ultimi anni ha portato a una maggiore discrepanza tra i dati ITGS e quelli di bilancia dei pagamenti.

¹⁵ Nella pratica il rapporto tra i dati aggregati ITGS e di bilancia dei pagamenti è calcolato per ciascun periodo. Si ipotizza inoltre che in tale rapporto non vi sia eterogeneità tra le varie categorie di prodotto. Utilizzando il rapporto aggregato si ottiene il valore di bilancia dei pagamenti per ciascuna categoria di prodotto.

¹⁶ Vengono definite le seguenti categorie di prodotto: 1) Beni alimentari: Gruppi CTCI 0 (Beni alimentari e animali vivi) e 1 (Bevande e tabacco); 2) Energia: Gruppo CTCI 3 (Energia); 3) Prodotti chimici: Gruppo CTCI 5 (Prodotti chimici); 4) Macchinari: Gruppi CTCI 6 (Beni manifatturieri), 7 (Macchinari e mezzi di trasporto) e 8 (Beni manifatturieri vari); 5) Altro: Gruppi CTCI 2 (Materiali grezzi), 4 (Oli/grassi/cere animali/vegetali) e 9 (Altro).

quantità e prezzi, non sono possibili ulteriori approfondimenti analitici. Sebbene l'ITGS fornisca dati con disaggregazione per prezzo e quantità, questi si basano su deflatori altamente aggregati, il che riduce sia la precisione sia la flessibilità della stima. Un'alternativa bottom-up sperimentale per ottenere il contributo di prezzi e volumi, più raffinata, offre una maggiore flessibilità di analisi e garantisce l'additività delle componenti. I calcoli si basano sui dati più disaggregati che sono disponibili in relazione agli scambi di beni, in particolare sui codici a otto cifre della classificazione della nomenclatura combinata (NC)¹⁷. Per ciascun prodotto i nella categoria di prodotto j nel trimestre t , gli indici di quantità sono calcolati come rapporto tra il volume fisico degli scambi in un dato trimestre e il rispettivo volume trimestrale medio nel periodo 2013-2015, $\gamma_{i,j}^t = q_{i,j}^t / \bar{q}_{i,j}^b$.

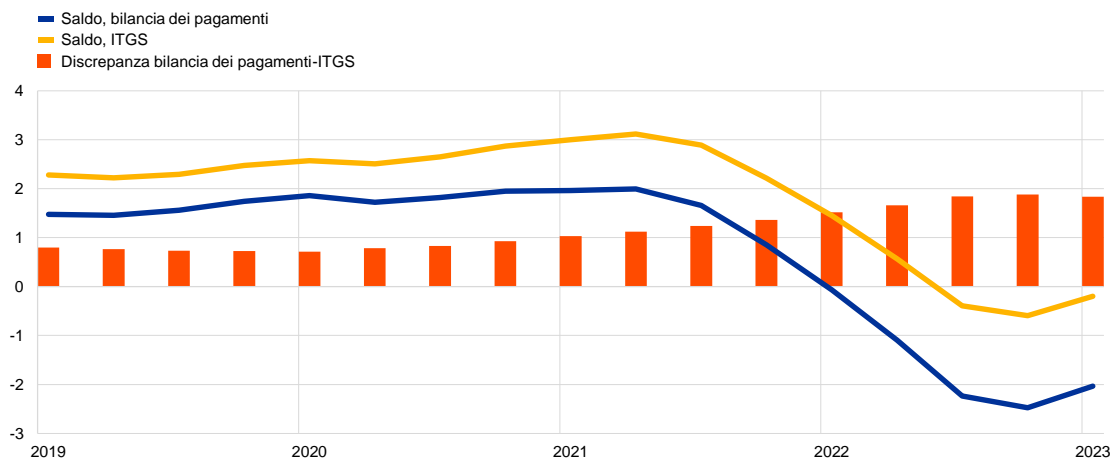
Gli indici aggregati di quantità per categoria di prodotto si ottengono calcolando la somma degli indici trimestrali dei singoli beni, ponderata per la struttura dell'interscambio in termini nominali nel periodo 2013-2015, ossia $\gamma_j^t = \sum_i \omega_{i,j} \gamma_{i,j}^t$. Infine, l'indice aggregato della quantità così ottenuto è moltiplicato per il valore medio di bilancia dei pagamenti nel periodo di base, $q_j^t = \gamma_j^t \bar{v}_j^{2013-2015}$, e la componente prezzo è calcolata come differenza tra la serie relativa al valore e quella relativa al volume, vale a dire $p_j^t = v_j^t - q_j^t$. Nel complesso, questa metodologia permette di misurare chiaramente il contributo di prezzi e volumi qualunque sia il livello di aggregazione richiesto, come si vede dal grafico 2 del testo principale.

Grafico A

Saldo dell'interscambio di beni nella bilancia dei pagamenti: discrepanza con le statistiche sul commercio internazionale e contributi delle categorie di prodotto

a) Discrepanza fra bilancia dei pagamenti e commercio con l'estero nel saldo dell'interscambio di beni

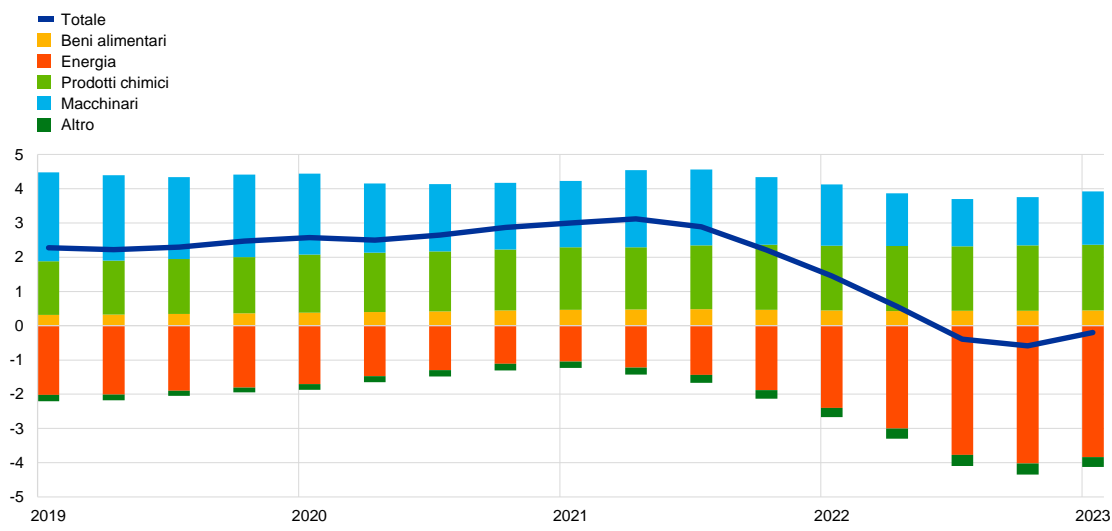
(in percentuale del PIL)



¹⁷ Tale metodo si basa sulle seguenti ipotesi: 1) sono inclusi solo i prodotti scambiati ogni mese tra il 2013 e il 2022, 2) la quantità fisica è misurata in chilogrammi, 3) i tassi di crescita sono troncati al 1000 per cento.

b) Saldo dell'interscambio di beni e contributi delle categorie di prodotto

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat, statistiche della bilancia dei pagamenti della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le osservazioni corrispondono a somme mobili di dati non destagionalizzati relativi a quattro trimestri, espressi in percentuale del PIL dell'area dell'euro nel rispettivo periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023.

3 Determinanti del conto corrente e prospettive a medio termine

L'evoluzione del saldo di conto corrente negli ultimi tre anni ha rispecchiato ampie oscillazioni dell'accreditamento netto delle famiglie, delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche¹⁸. A seguito della pandemia di coronavirus (COVID-19), il risparmio netto delle famiglie ha registrato un aumento senza precedenti a causa delle misure di chiusura, che hanno ridotto le opportunità di consumo, e del risparmio precauzionale, nonché del sostegno pubblico che ha protetto i redditi delle famiglie¹⁹. Allo stesso tempo, le società non finanziarie sono passate dallo stato di debitori netti a quello di creditori netti, avendo ricevuto sostegno pubblico, ridotto i costi, rinviato nuovi investimenti e accantonato liquidità a fini precauzionali²⁰. Tuttavia, tale aumento del risparmio netto del settore privato è stato più che compensato da una politica fiscale espansiva anch'essa senza precedenti, che ha portato a una diminuzione dell'accreditamento netto complessivo, riflessa in un minore avanzo di conto corrente nel 2020. Poiché nel 2021 l'indebitamento netto del settore pubblico è diminuito più rapidamente

¹⁸ La scomposizione dell'accreditamento/indebitamento netto riflette i saldi settoriali nazionali ricavati dalla serie di dati dei conti settoriali non finanziari, mentre i dati relativi a conto corrente e conto capitale indicano l'accreditamento/indebitamento netto verso/dal resto del mondo come riportato nei dati della bilancia dei pagamenti. I due indicatori di accredito/indebitamento netto sono concettualmente equivalenti, mentre potrebbero esistere lievi discrepanze tra le due fonti di dati per i periodi precedenti al 2013.

¹⁹ Cfr. il riquadro 3 *Il risparmio delle famiglie durante la pandemia di COVID-19 e le implicazioni per la ripresa dei consumi* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

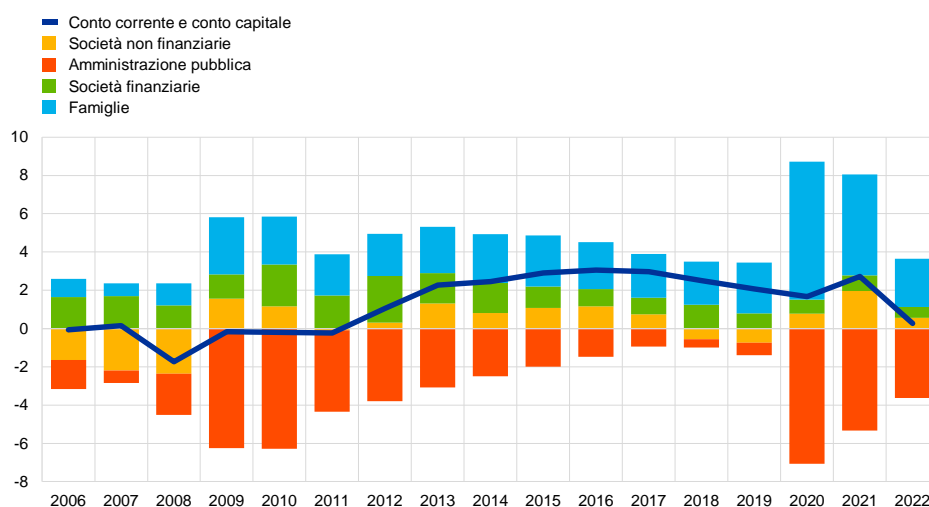
²⁰ Cfr. il riquadro 3 *Lo stato di salute delle società non finanziarie durante la pandemia* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

dell'accreditamento netto del settore privato, il saldo di conto corrente è risalito, riavvicinandosi ai massimi storici. Nel 2022 le crescenti pressioni sui prezzi, aggravate dallo shock energetico connesso con l'invasione russa dell'Ucraina, hanno tuttavia ridotto il flusso di risparmio netto del settore privato al punto che l'accreditamento netto dell'area dell'euro ha raggiunto il livello più basso da oltre un decennio²¹.

Grafico 8

Accreditamento/indebitamento netto settoriale dell'area dell'euro, conto corrente e conto capitale

(in percentuale del PIL, contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

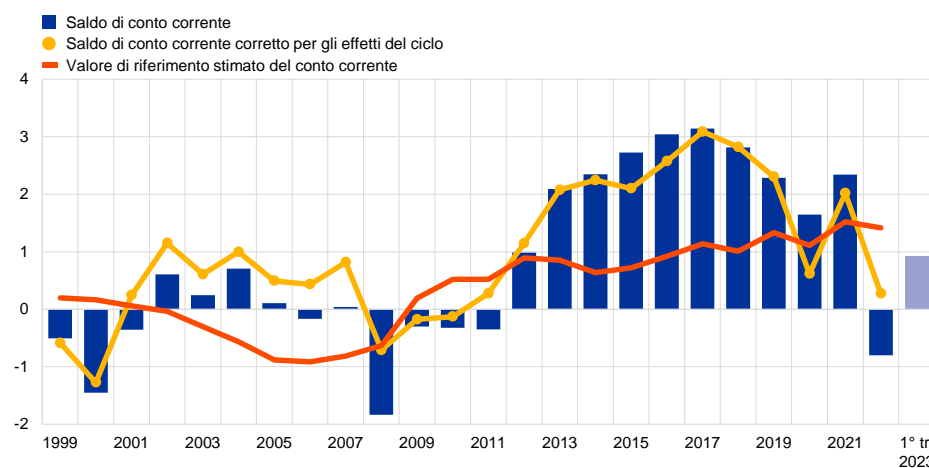
Una parte sostanziale delle oscillazioni del saldo del conto corrente nel 2022 è stata determinata da fattori ciclici, in particolare dalle ampie oscillazioni dei prezzi dei beni energetici. Una scomposizione del saldo di conto corrente nelle sue componenti cicliche e fondamentali, basata su un modello standard del valore di riferimento del conto corrente (current account benchmark), mostra che circa un terzo del deterioramento del conto corrente dell'area dell'euro nel corso del 2022 può essere attribuito a fattori generalmente considerati ciclici, tra cui la deviazione dei prezzi dei beni energetici dal loro andamento tendenziale di medio periodo (cfr. il riquadro 2). Quando i prezzi dei beni energetici sono scesi dai loro massimi storici, nel primo trimestre del 2023 il saldo di conto corrente è passato da un disavanzo del -0,8 per cento a un avanzo dello 0,9 per cento del PIL dell'area. Di conseguenza, il saldo di conto corrente si colloca ora in prossimità del suo parametro di riferimento basato sul modello, che è una stima del livello del saldo di conto corrente coerente con i fondamentali nel medio termine (cfr. il grafico 9).

²¹ Lo shock sulle ragioni di scambio causato dalla crisi energetica ha depresso i redditi reali delle famiglie e ridotto i consumi reali e gli investimenti. Tuttavia, tale calo dei livelli di consumi e investimenti in termini reali non si è tradotto in un maggiore accreditamento netto, in quanto il conseguente aumento dei livelli dei prezzi ha determinato una crescita della spesa, innescando quindi una riduzione dell'accREDITAMENTO netto.

Grafico 9

Saldo di conto corrente, saldo di conto corrente corretto per gli effetti del ciclo e valore di riferimento (benchmark) del conto corrente

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



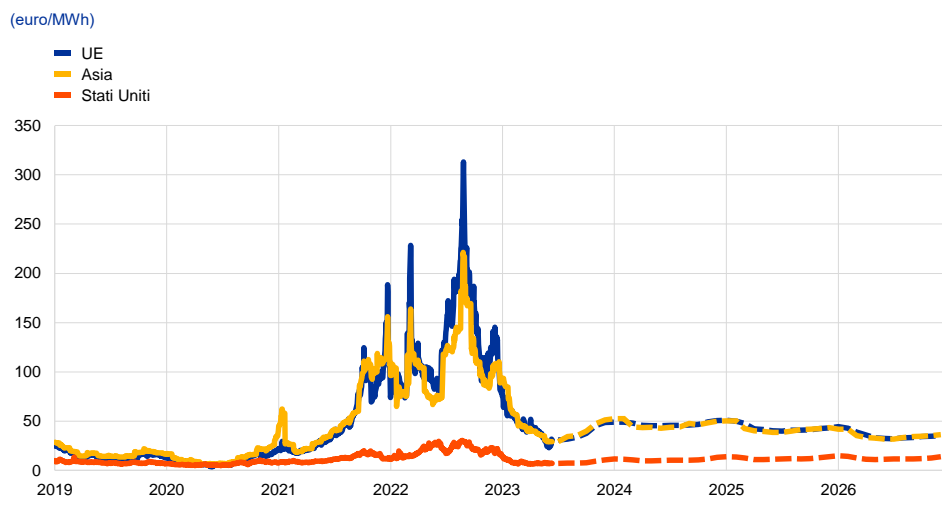
Fonte: BCE.

Nota: per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 2 del presente articolo.

In prospettiva, l'evoluzione del conto corrente dipenderà in misura decisiva dalla persistenza dei rincari energetici nel medio periodo.

I prezzi dell'energia sono scesi rispetto ai propri massimi storici, ma rimangono elevati rispetto ai livelli precedenti al 2021, in particolare per quanto riguarda il gas. Il divario di prezzo per il gas dovrebbe rimanere elevato nel medio periodo, in particolare rispetto agli Stati Uniti, dato il loro ruolo di fornitore di gas naturale e il fatto che il gas proveniente da gasdotti russi ha dovuto essere sostituito dal più costoso gas naturale liquefatto (cfr. il grafico 10). A parità di altre condizioni, ciò implicherebbe un saldo di conto corrente dell'area dell'euro strutturalmente inferiore rispetto a prima dello shock energetico. Un minor volume di importazioni di beni energetici, ad esempio grazie a risparmi derivanti da una maggiore efficienza energetica o dalla sostituzione con fonti nazionali, potrebbe tuttavia attenuare l'effetto negativo sul conto corrente.

Grafico 10 Prezzi del gas



Fonte: Bloomberg.

Note: UE si riferisce a Dutch TTF Front Month, Asia si riferisce a Nymex JMK e Stati Uniti si riferisce a Henry Hub. Le linee continue indicano i prezzi giornalieri dei contratti future a un mese, le linee tratteggiate indicano i prezzi mensili a termine a partire da luglio 2023.

Un peggioramento delle prospettive di crescita rispetto al resto del mondo sosterrebbe il saldo di conto corrente dell'area dell'euro. Nella misura in cui i prezzi dei beni energetici rimarranno più elevati in futuro, il peggioramento delle prospettive di crescita rispetto al resto del mondo e la conseguente perdita permanente di reddito dovrebbero riflettersi in livelli inferiori di consumi e investimenti, che attenuerebbero l'impatto negativo dello shock energetico sul saldo di conto corrente nel medio periodo.

La pandemia e l'invasione russa dell'Ucraina hanno avuto effetti anche sulla demografia dell'area dell'euro. In particolare, l'afflusso di rifugiati ha avuto un impatto netto positivo sulle prospettive demografiche per l'area²². Le economie che invecchiano rapidamente, come l'area dell'euro, tendono a registrare un saldo di conto corrente più positivo, mentre l'opposto vale per i paesi con una più rapida crescita demografica e con un elevato tasso di dipendenza degli anziani, a causa del calo del risparmio. Secondo le ultime proiezioni demografiche di Eurostat, nei prossimi decenni il tasso di dipendenza degli anziani dovrebbe migliorare leggermente rispetto alle proiezioni del 2019²³. Ciò detto, si prevede che la popolazione dell'area dell'euro continuerà a invecchiare e si ridurrà significativamente nel corso delle prossime generazioni, anche rispetto al resto del

²² Nel 2022 le forze di lavoro dell'area dell'euro sono aumentate tra lo 0,3 e lo 0,5 per cento a causa dell'afflusso di rifugiati ucraini e l'impatto potrebbe aumentare ulteriormente con il protrarsi della guerra, secondo Botelho, V. e Hägele, H., "Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market", *Il Blog della BCE*, 1° marzo 2023.

²³ Rispetto alle proiezioni del 2019, il tasso di dipendenza degli anziani dovrebbe migliorare di 0,6 punti percentuali entro il 2025 e di 1,4 punti percentuali (al 51 per cento) entro il 2050. Cfr. il riquadro 8 *Tendenze demografiche secondo le proiezioni EUROPOP2023 e relative implicazioni economiche per l'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

mondo. Pertanto, è probabile che i fattori demografici continuino a sostenere il saldo di conto corrente dell'area dell'euro nel medio termine.

Il risanamento dei conti pubblici atteso nell'area dell'euro nei prossimi anni è un ulteriore fattore che dovrebbe sostenere l'avanzo di conto corrente.

Secondo le ultime proiezioni degli esperti della BCE, i saldi di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro dovrebbero migliorare. Il disavanzo strutturale delle amministrazioni pubbliche dovrebbe scendere dal 3,2 per cento del PIL nel 2022 al 2,5 per cento del PIL entro il 2025, un calo più rapido rispetto al resto del mondo e che dovrebbe pertanto sostenere il saldo di conto corrente dell'area²⁴.

Al tempo stesso, la spesa pubblica e privata per la transizione verde dell'economia, la garanzia della sicurezza energetica e l'adattamento all'incertezza geopolitica potrebbero gravare sul conto corrente. La transizione verde dell'economia richiederà ingenti investimenti. Ad esempio, per conseguire gli obiettivi del Green Deal europeo, la Commissione europea si è impegnata a stanziare almeno 1.000 miliardi di euro, nel corso di questo decennio, in investimenti pubblici e privati sostenibili²⁵. Allo stesso tempo, è probabile che l'aumento dell'incertezza geopolitica non solo sia affrontato con una maggiore spesa per la difesa, ma possa anche determinare una frammentazione geo-economica²⁶. Nella misura in cui tale frammentazione determinerà un riassetto delle catene di approvvigionamento mondiali a scapito dei produttori più competitivi in termini di prezzo, ci si può attendere che ne derivi un aumento del costo dei beni intermedi importati. Ciò, a sua volta, graverebbe sulla competitività delle esportazioni dell'area dell'euro e ne ridurrebbe il saldo di conto corrente, dato il suo posizionamento nelle catene di approvvigionamento mondiali e il suo ricorso relativamente forte alle importazioni di beni intermedi.

Riquadro 2

Il valore di riferimento a medio termine per il conto corrente dell'area dell'euro

a cura di Lorenz Emter e Michael Fidora

Il presente riquadro esamina il modello di riferimento utilizzato nell'analisi delle determinanti di medio termine del conto corrente. Il modello utilizzato per l'analisi si colloca strettamente nel solco del lavoro di Zorell (2017) e si ispira al modello External Balance Assessment (EBA) dell'FMI²⁷, fornendo un parametro di riferimento a medio termine per il saldo di conto corrente coerente con i fondamentali economici e con le politiche desiderate.

²⁴ Un aumento della spesa pubblica nell'economia interna, a parità di altre condizioni, aumenta la domanda interna e determina pertanto un calo del saldo di conto corrente. Tuttavia, se aumenta anche la spesa pubblica verso l'estero, a parità di altre condizioni, la domanda estera aumenta, determinando una crescita del saldo di conto corrente.

²⁵ Cfr. "Comunicazione sul piano di investimenti per un'Europa sostenibile", Commissione europea, 2020.

²⁶ Molti paesi devono far fronte a spese per la difesa strutturalmente più elevate, alla luce della guerra in Ucraina e dei loro impegni nella NATO, per colmare la differenza di finanziamento tra l'obiettivo della NATO del 2 per cento del PIL e l'1,3 per cento del PIL nel 2021.

²⁷ Cfr. Zorell, N., "Large net foreign liabilities of euro area countries", *Occasional Paper Series*, n. 198, BCE, ottobre 2017 e Allen C. et al., "2022 Update of the External Balance Assessment Methodology", *IMF Working Paper*, n. 47, Fondo monetario internazionale, 2023.

Il modello di riferimento per il conto corrente mette in relazione il saldo di conto corrente con diverse determinanti macroeconomiche documentate in letteratura. Tali determinanti vengono selezionate in base al loro fondamento concettuale e in base al fatto che i coefficienti stimati siano coerenti con i presupposti teorici, siano statisticamente significativi e si associno in maniera robusta al saldo di conto corrente. Nello specifico, il modello mette in relazione il saldo di conto corrente, espresso in percentuale del PIL, con un'ampia gamma di determinanti, fra cui variabili cicliche (quali l'output gap e le oscillazioni dei prezzi dei beni energetici), variabili fondamentali (come fattori demografici e la crescita attesa del reddito futuro) e variabili di politica economica (come il saldo di bilancio strutturale). Il modello ha la seguente forma: CA corrisponde al saldo di conto corrente, mentre Y rappresenta le variabili cicliche, F le variabili fondamentali esogene e P l'insieme delle variabili di politica economica. La maggior parte delle variabili è espressa relativamente al resto del mondo, in quanto il conto corrente è il risultato degli andamenti nei confronti dei partner commerciali:

$$CA_{i,t} = \alpha + \beta Y_{i,t} + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Il modello è stimato su dati annuali relativi a 56 paesi per il periodo 1985-2022. Nella tavola A sono riportati i risultati della regressione.

In questo quadro si possono ricavare sia il saldo di conto corrente corretto per gli effetti del ciclo economico, sia i valori di riferimento del conto corrente. Il saldo di conto corrente corretto per il ciclo corrisponde al saldo effettivo delle partite correnti, al netto degli effetti del ciclo economico. È calcolato sottraendo dal saldo effettivo il contributo dei fattori ciclici:

$$\widehat{CA}_{i,t} = CA_{i,t} - \beta Y_{i,t}$$

I fattori ciclici inclusi nel modello sono l'output gap (nei confronti del resto del mondo) e i saldi passati delle importazioni di petrolio e di gas, in entrambi i casi interagiti con una misura della componente ciclica dei rispettivi prezzi. Ad esempio, un output gap interno negativo riduce la domanda di importazioni. Tuttavia, se anche il resto del mondo riporta un output gap negativo, la domanda di esportazioni diminuirà corrispondentemente. Pertanto, l'effetto complessivo del ciclo economico sul saldo di conto corrente è dato dal contributo dell'output gap rispetto al resto del mondo. La stima del conto corrente di riferimento, a sua volta, rappresenta il saldo di conto corrente corretto per il ciclo che sarebbe coerente con i fondamentali e con le politiche desiderate:

$$CA_{i,t}^* = \alpha + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t}^* = \widehat{CA}_{i,t} + \delta(P_{i,t}^* - P_{i,t}) - \varepsilon_{i,t}$$

dove P^* indica il livello delle politiche desiderate. Quanto alle variabili di tali politiche, il modello considera: a) il saldo di bilancio corretto per il ciclo (si sceglie un livello che corrisponda all'obiettivo di medio termine nell'ambito del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita dell'UE), b) i controlli sui movimenti di capitali (si sceglie un livello che rappresenti la piena libertà di movimento dei capitali), c) una misura delle rigidità strutturali (si sceglie un livello corrispondente a quanto osservato nei paesi con i risultati migliori) e d) la spesa pubblica sociale (si sceglie un livello corrispondente alla media dei paesi con comparabile reddito pro capite e struttura demografica). Il livello che si ottiene in base a queste ipotesi rappresenta il valore di riferimento (benchmark) a medio termine del conto corrente, come determinato dal modello.

Tavola A

Coefficienti del modello di riferimento per il conto corrente

Variabile dipendente: Conto corrente/PIL		
Output gap	-0,347	***
L. Saldo petrolifero* Prezzo del petrolio (gap ciclico)	0,239	***
L. Saldo commerciale del gas* Prezzo del gas (gap ciclico)	0,889	***
L. Output relativo per lavoratore	-0,001	
L. Output relativo per lavoratore* Grado di apertura del mercato dei capitali	0,062	***
Crescita del PIL, previsione a 5 anni	-0,436	***
Rapporto di dipendenza degli anziani	-0,149	***
Crescita demografica	-0,386	*
Velocità relativa dell'invecchiamento	0,050	*
Rapporto di dipendenza degli anziani x Velocità relativa dell'invecchiamento	0,106	***
L. PNE/PIL	0,025	***
L. PNE/PIL* (Dummy se PNE/PIL < -60%)	-0,011	
Saldo petrolifero (media di 5 anni)* Dummy per il paese esportatore di petrolio	0,258	***
Quota in valuta detenuta nelle riserve a livello mondiale	-0,039	***
Dummy per il centro finanziario	0,025	***
Rating del rischio di credito* Dummy per i paesi dell'area dell'euro soggetti a programmi specifici	0,003	*
Saldo di bilancio corretto per il ciclo economico, con strumenti	0,438	***
(Δ riserve)/PIL* Grado di apertura del conto capitale, con strumenti	0,501	***
Rigidità strutturali	-0,136	***
Credito privato/PIL, al netto della media	-0,037	***
L. Spesa sanitaria pubblica/PIL	-0,171	
L. Grado di apertura del conto capitale al netto della media VXO*	0,024	*
L. Grado di apertura del conto capitale* Quota in valuta detenuta nelle riserve a livello mondiale al netto della media VXO*	0,008	
Costante	-0,008	***
Osservazioni	1704	
Numero di paesi	56	
R ²	0,34	

Fonte: stime degli esperti della BCE.

Note: (*) significativo al 10 per cento, (**) significativo al 5 per cento, (***) significativo all'1 per cento sulla base di valori z corretti per l'eteroschedasticità. La maggior parte delle variabili è espressa relativamente al resto del mondo. "L." è il primo valore ritardato. Stima ottenuta utilizzando la metodologia Prais-Winsten.

4 Osservazioni conclusive

Il forte deterioramento del saldo di conto corrente nel 2022 dovrebbe essere, in larga misura, temporaneo. All'inizio del 2023 il calo dei prezzi dei beni energetici ha portato a un miglioramento delle ragioni di scambio dell'area dell'euro, con ulteriori modesti guadagni attesi nel medio periodo. Insieme all'atteso risanamento di bilancio, ciò contribuirà probabilmente a un'espansione del conto corrente dell'area dell'euro che, secondo le ultime proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, dovrebbe

risalire all'1,1 per cento del PIL dell'area nel 2023 e migliorare ancora lievemente, raggiungendo rispettivamente l'1,4 e l'1,6 per cento del PIL nel 2024 e nel 2025²⁸.

Nondimeno, è probabile che il conto corrente dell'area dell'euro resti al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia. È probabile che i prezzi dei beni energetici rimangano elevati nel medio termine fino al completamento della transizione ecologica. Al contempo, la considerevole spesa pubblica e privata per sostenere la transizione verde dell'economia, per garantire forniture di energia sicure e per gestire l'incertezza geopolitica dovrebbe gravare sull'accreditamento netto dell'area dell'euro, impedendo al saldo di conto corrente di tornare ai massimi storici di circa il 3 per cento del PIL, osservati prima della pandemia.

Il fatto che il pronunciato calo del conto corrente dell'area dell'euro sia stato principalmente collegato a un deterioramento delle ragioni di scambio dei beni energetici ha implicazioni per la politica monetaria. Il deterioramento delle ragioni di scambio influisce anche sulla dinamica dell'inflazione attraverso un calo dei redditi reali. L'ampio, e in certa misura probabilmente persistente, deterioramento delle ragioni di scambio implica una riduzione della ricchezza tramite la diminuzione del valore attuale dei redditi reali futuri, con ripercussioni sui prezzi delle attività e sui comportamenti di consumo. Gli andamenti delle ragioni di scambio legate ai beni energetici differenziano nettamente l'area dell'euro dagli Stati Uniti, il cui commercio energetico è sostanzialmente bilanciato grazie alla produzione interna di energia su vasta scala²⁹. Pertanto, nonostante i recenti miglioramenti delle ragioni di scambio e del conto corrente dell'area dell'euro, è probabile che il disavanzo energetico continui a frenare i redditi reali dell'area nel medio periodo, con implicazioni per la domanda interna e quindi per l'inflazione dell'area dell'euro.

²⁸ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023*.

²⁹ Cfr. Lane, P.R., "Inflation Diagnostics", *Il Blog della BCE*, 25 novembre 2022.

2 Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale

a cura di Miles Parker

1 Introduzione

I cambiamenti climatici e le azioni intraprese per farvi fronte modificheranno in modo incisivo l'attività economica nei prossimi decenni. Al fine di ridurre a zero le emissioni di anidride carbonica, è necessario che persone e imprese cambino il loro modo di consumare e di produrre. Senza una riduzione sufficiente delle emissioni, le temperature medie aumenteranno, il livello del mare si innalzerà ed eventi climatici estremi si verificheranno con maggiore frequenza e intensità¹.

Un approccio comune alla stima dell'impatto economico dei cambiamenti climatici impiega scenari con profili coerenti di emissioni di anidride carbonica e condizioni climatiche². Sebbene tali stime dipendano dallo scenario esatto, la conclusione generale è che nel lungo periodo il prodotto potenziale risente in misura notevolmente maggiore di una mancata mitigazione dei cambiamenti climatici, che dell'impatto della transizione verso l'obiettivo di emissioni zero. Anche la transizione, tuttavia, potrebbe comportare una riduzione del prodotto potenziale, soprattutto nel breve termine. Politiche disegnate, comunicate e coordinate in modo efficace possono contribuire ad attutire tali impatti negativi³.

Il presente articolo adotta un approccio alternativo, esaminando in dettaglio i canali di impatto sul prodotto potenziale in base alla letteratura esistente e al lavoro condotto attualmente presso la BCE. Conoscere tali canali può contribuire a inquadrare il dibattito sulle politiche quadro e a migliorare la modellizzazione degli impatti economici dei cambiamenti climatici. Gli impatti si suddividono, sostanzialmente, in tre categorie:

- **cambiamenti climatici di lungo periodo**, tra cui aumento delle temperature medie, variazioni delle precipitazioni, innalzamento del livello del mare e misure di adattamento adottate per ridurre l'impatto;
- **eventi meteorologici e climatici estremi**, quali siccità, ondate di calore, incendi boschivi, tempeste e alluvioni;

¹ Cfr. Intergovernmental Panel on Climate Change, *Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers*, Cambridge University Press, Cambridge e New York, 2022.

² Cfr., ad esempio, Network for Greening the Financial System, "NGFS Scenarios for central banks and supervisors", settembre 2022.

³ Un'analisi preliminare condotta dall' Expert Group on Productivity del Sistema europeo di banche centrali rileva che la produttività del lavoro nell'area dell'euro sarebbe inferiore di 0,5 punti percentuali in uno scenario caratterizzato da una transizione disordinata, piuttosto che ordinata.

- **transizione verso un'economia a zero emissioni nette**, che include, soprattutto, l'impatto delle politiche adottate per accelerare la transizione, quali le imposte sulle emissioni di anidride carbonica e la regolamentazione.

2 Definizione di prodotto potenziale

Il prodotto potenziale è un concetto importante per la politica monetaria. Rappresenta il livello più elevato di prodotto che un'economia può sostenere nel medio termine⁴. Il prodotto effettivo può differire dal prodotto potenziale e tale divario tra i due rappresenta l'output gap. Se l'output gap è positivo (cioè il livello effettivo è superiore a quello potenziale), in genere si riscontra una pressione al rialzo del costo dei fattori di produzione, che determina un aumento dei prezzi al consumo e richiede un inasprimento della politica monetaria. Viceversa, un output gap negativo tende a esercitare una pressione al ribasso sull'inflazione. Pertanto, sebbene il prodotto potenziale non sia direttamente osservabile, la stima del suo valore riveste un ruolo importante nella valutazione delle attuali condizioni economiche e nella determinazione dell'orientamento di politica monetaria.

Tre componenti principali contribuiscono al prodotto potenziale:

- **stock di capitale:** tutte le attività, sia materiali sia immateriali, impiegate come parte del processo produttivo. Sono compresi edifici, macchinari, software e brevetti, nonché infrastrutture pubbliche, come le strade;
- **offerta di lavoro:** il numero totale di ore lavorate nell'economia. Si tratta di una funzione del numero di individui che partecipano alle forze di lavoro, delle cause strutturali della disoccupazione e della media delle ore lavorate per lavoratore;
- **produttività totale dei fattori (PTF):** efficacia dell'impiego di capitale e lavoro nel processo produttivo, che riflette sia la tecnologia sia le capacità manageriali.

Alcuni impatti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale sono immediatamente visibili, quali la distruzione del capitale fisico durante le catastrofi; altri impatti possono essere meno ovvi. Tuttavia, tali altri effetti possono essere altrettanto cruciali per l'impatto a lungo termine del cambiamento climatico. La tavola 1 riassume brevemente i principali canali di impatto, illustrati con maggiore dettaglio più avanti. Inoltre, l'effetto dei cambiamenti climatici sulla biodiversità non è sempre rilevato dai modelli economici tradizionali, né dalle misure dell'attività economica, come il PIL. Questo aspetto è approfondito nel riquadro 3.

⁴ Cfr. l'articolo 1 *Il prodotto potenziale nel periodo successivo alla crisi* nel numero 7/2018 di questo Bollettino.

Tavola 1

L'impatto dei cambiamenti climatici sulle componenti del prodotto potenziale

	Stock di capitale	Offerta di lavoro	Produttività totale dei fattori
Cambiamenti climatici a lungo termine	<p>Variazioni dei flussi turistici.</p> <p>Perdita di terreni agricoli a causa dell'aumento delle temperature, degli stress idrici e della salinizzazione del suolo dovuta all'innalzamento del livello del mare.</p> <p>Turbative dell'attività economica nelle aree costiere a causa dell'innalzamento del livello del mare.</p> <p>Perdita di biodiversità e servizi ecosistemici.</p>	<p>Aumento dei tassi di mortalità e di malattia.</p> <p>Aumento della disoccupazione strutturale regionale dovuto, ad esempio, alle variazioni del turismo.</p> <p>Migrazioni indotte dal clima.</p>	<p>Riduzione dell'efficienza lavorativa dovuta all'aumento delle temperature, inclusa la diminuzione delle ore lavorate.</p> <p>Il capitale investito nell'adattamento è meno produttivo in termini aggregati e sottrae risorse all'innovazione.</p>
Eventi meteorologici e climatici estremi	<p>Distruzione di stock di capitale a causa di disastri.</p> <p>Opportunità di sostituire capitale obsoleto e compromesso con capitale più nuovo e tecnologicamente più avanzato.</p> <p>Incertezza e volatilità maggiori riducono la propensione a investire nel lungo periodo.</p>	<p>Aumento dei tassi di mortalità e malattia.</p> <p>Migrazioni indotte da disastri.</p> <p>Perdita di formazione e competenze.</p>	<p>Fallimenti indotti da disastri e riduzione localizzata dell'accesso ai finanziamenti causano una riallocazione tra imprese, migliorativa o peggiorativa.</p> <p>Il processo di ricostruzione occupa diversamente i dirigenti, riducendo la produttività complessiva.</p>
Politiche ambientali e transizione ecologica	<p>Aumento delle attività immobilizzate.</p> <p>L'aumento dei costi energetici dovuto alle imposte sulle emissioni di anidride carbonica riduce i fondi da destinare agli investimenti.</p>	<p>Gli squilibri delle competenze aumentano la disoccupazione strutturale.</p>	<p>La riallocazione di prodotto tra imprese dello stesso settore potrebbe rivelarsi più o meno efficiente.</p> <p>Le norme a tutela dell'ambiente riducono la produttività, forse (più che) compensata dall'innovazione.</p> <p>Minore impatto degli shock dal lato dell'offerta dovuti ai combustibili fossili.</p>

Non tutti i canali incidono sul prodotto potenziale nell'orizzonte di medio termine, cioè quello maggiormente rilevante per la politica monetaria.

Alcuni impatti a lenta evoluzione possono ridurre il prodotto potenziale in misura rilevante nel lungo periodo, ma potrebbero non influenzare in misura considerevole l'inflazione. Gli impatti a breve termine, quali i trasferimenti temporanei a seguito di disastri o interruzioni nella catena di approvvigionamento di minerali essenziali, potrebbero rendere necessarie delle misure alternative di politica monetaria, piuttosto che delle variazioni di medio periodo⁵. A prescindere dall'orizzonte dell'impatto, la combinazione di canali descritta in questa sede aumenta l'incertezza e rende più complicata per le banche centrali un'accurata valutazione del prodotto potenziale durante l'elaborazione delle proiezioni macroeconomiche a supporto delle decisioni di politica monetaria.

3 Impatto dei cambiamenti climatici a lungo termine

È probabile che le variazioni a lungo termine delle temperature medie e degli andamenti delle precipitazioni incidano negativamente su alcuni settori e regioni in Europa. Un esempio è rappresentato dal turismo. Ci si attende che gli

⁵ Cfr. Panetta, F., "The complexity of monetary policy", intervento tenuto a Firenze, 14 novembre 2022.

inverni più miti riducano la presenza di neve disponibile per sciare. Analogamente, molte regioni mediterranee, attualmente mete ideali per il turismo estivo, potrebbero divenire considerevolmente meno ospitali, a causa dell'aumento delle temperature medie e della minore disponibilità di acqua dolce in alta stagione⁶. L'impatto complessivo per l'Europa meridionale dipende dall'ipotesi che i turisti modifichino il periodo delle proprie vacanze, dal momento che i mesi primaverili e autunnali potrebbero diventare delle valide alternative. Le regioni costiere del Mediterraneo sono altresì vulnerabili ai maggiori rischi di inondazioni dovute all'innalzamento del livello del mare. È probabile che queste mutate condizioni riducano il valore del capitale legato al turismo (quali gli alberghi) nelle regioni colpite e comprimano i tassi di investimento futuri.

Anche l'agricoltura dovrebbe risentirne, in particolare l'Europa meridionale dovrà fare fronte a rese inferiori dei raccolti. Per contro, potrebbero riscontrarsi dei raccolti migliori in alcune aree dell'Europa settentrionale. Esiste l'opportunità di cambiare le specie di coltivazione per adattarle all'aumento delle temperature, ma la disponibilità idrica probabilmente vincolerà le opzioni, soprattutto nelle regioni meridionali europee⁷. Inoltre, sebbene le coltivazioni vengano adattate alle variazioni delle temperature e delle precipitazioni medie, anche l'ampliamento della distribuzione dei risultati rispetto a tali medie potrebbe ridurre le rese. Ciò detto, il valore dei prodotti agricoli europei potrebbe aumentare se altre regioni del mondo produttrici di alimenti risentissero in misura più grave degli impatti legati al clima.

Le temperature più elevate riducono la produttività e le ore lavorate dei singoli prestatori d'opera. Generalmente i lavoratori raggiungono la massima produttività in presenza di temperature confortevoli, pari a un intervallo compreso tra 19 e 22 °C; al di fuori di tale intervallo l'efficienza diminuisce in modo non lineare⁸. È stato dimostrato che i lavoratori dei settori altamente esposti alla temperatura esterna, come l'edilizia, riducono il proprio tempo di prestazione lavorativa nei giorni caldi⁹. Ciò non riguarda solo le mansioni fisiche: il caldo, se superiore a determinate soglie, può pregiudicare anche l'abilità matematica¹⁰.

Considerato l'impatto non lineare, l'offerta di lavoro sarà più colpita dal rialzo delle temperature nei paesi che, in media, sono già più caldi¹¹. Poiché i paesi (o le regioni) a basso reddito tendono ad avere climi più caldi e sono specializzati in settori esposti alle condizioni climatiche, quali l'agricoltura e il turismo, l'aumento

⁶ Cfr. Amelung, B. e Moreno, A., "Impacts of climate change in tourism in Europe. PESETA-Tourism study", *JRC Scientific and Technical Reports*, EUR 24114 EN, Lussemburgo, 2009.

⁷ Cfr. Jacobs, C. et al., "Climate change adaptation in the agriculture sector in Europe", *European Environmental Agency Report*, No 04, 2019; Ceglar, A. et al., "Observed Northward Migration of Agro-Climatic Zones in Europe Will Further Accelerate Under Climate Change", *Earth's Future*, vol. 7, numero 9, 2019, pagg. 1088-1101.

⁸ Cfr. Heal, G. e Park, J., "Temperature Stress and the Direct Impact of Climate Change: A Review of an Emerging Literature", *Review of Environmental Economics and Policy*, vol. 10, n. 2, 2016, pagg. 1-17.

⁹ Cfr. Graff Zivin, J. e Neidell, M., "Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change", *Journal of Labor Economics*, vol. 32, n. 1, 2014, pagg. 1-26.

¹⁰ Cfr. Graff Zivin, J., Hsiang, S. e Neidell, M., "Temperature and Human Capital in the Short and Long Run", *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists*, vol. 5, n. 1, 2018, pagg. 77-105.

¹¹ Cfr. Dell, M., Jones, B. e Olken, B., "Temperature Shocks and Economic Growth: Evidence from the Last Half Century", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n. 3, 2012, pagg. 66-95.

delle temperature a livello mondiale probabilmente esacerberà le disuguaglianze reddituali tra paesi e regioni. In ambito europeo, un aumento marginale delle temperature potrebbe incentivare la crescita della produttività del lavoro nei paesi più freschi, ma l'impatto diventa negativo se la temperatura storica media supera i 14 °C, approssimativamente quella registrata in Italia e Francia¹².

Le temperature più elevate potrebbero determinare un aumento dei decessi, benché l'adattamento mediante la tecnologia potrebbe attutire l'impatto sull'offerta di lavoro. Si stima che l'ondata di calore registrata durante l'estate del 2022 in Europa abbia causato 60.000 morti legate al caldo¹³. Di fatto, la relazione tra mortalità e temperatura individua una curva a forma di U¹⁴. La diminuzione del numero di decessi legati alle giornate estremamente fredde, che dovrebbero divenire meno frequenti, compensa in parte l'aumento della mortalità derivante dall'aumento delle vittime del caldo. Sussistono, inoltre, alcune prove di minori tassi di mortalità, attribuiti a un maggiore impiego dell'aria condizionata¹⁵. Tuttavia, è opportuno usare cautela nell'affermare che la tecnologia eliminerà la maggior parte degli impatti negativi dell'aumento delle temperature. Proprio gli stessi vincoli di accesso e di reddito che attualmente impediscono un pieno utilizzo di tecnologie collaudate (quali il riscaldamento per proteggersi dal freddo) sono anche quelli che probabilmente limiteranno un uso diffuso di nuove tecnologie in futuro.

I cambiamenti climatici potrebbero inoltre influenzare l'offerta di lavoro tramite mortalità, morbilità e migrazioni indotte dal clima, con l'Europa che probabilmente rappresenterebbe una destinazione molto ambita. Secondo le proiezioni, l'aumento delle temperature medie comporterebbe un aumento dei tassi di malattia¹⁶. Le stime sul potenziale impatto futuro del clima sulle migrazioni per motivi di lavoro variano sensibilmente¹⁷. Storicamente, soltanto alcune delle persone colpite da eventi climatici si trasferiscono, e la maggior parte di queste si sposta internamente, piuttosto che emigrare¹⁸. Tuttavia, l'esperienza storica di alcune regioni divenute temporaneamente inospitali all'interno di un paese potrebbe rappresentare un esempio poco valido, nel caso in cui l'intero paese divenisse inospitale in modo permanente.

Nel lungo periodo l'adattamento può attutire l'impatto dei cambiamenti climatici sul prodotto. Misure quali barriere marittime, irrigazione e trasferimento di attività verso luoghi meno vulnerabili, aumentano la capacità di tenuta dell'economia nei confronti dei cambiamenti climatici. Tuttavia, le misure standard della produttività

¹² Cfr. Deutsche Bundesbank, "Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective", *Monthly Report*, gennaio 2022, pagg. 33-61.

¹³ Cfr. Ballester, J. et al., "Heat-related mortality in Europe during the summer of 2022", *Nature Medicine*, vol. 29, 10 luglio 2023, pagg. 1857-1866.

¹⁴ Cfr. Barreca, A. et al., "Adapting to Climate Change: The Remarkable Decline in the US Temperature-Mortality Relationship over the Twentieth Century", *Journal of Political Economy*, vol. 124, n. 1, 2016, pagg. 105-159.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Cfr. Mora, C. et al., "Over half of known human pathogenic diseases can be aggravated by climate change", *Nature Climate Change*, vol. 12, 2022, pagg. 869-875.

¹⁷ Cfr. Missirian, A. e Schlenker, W., "Asylum applications respond to temperature fluctuations", *Science*, vol. 358, numero 6370, 2017, pagg. 1610-1614.

¹⁸ Cfr. Burzyński, M. et al., "Climate Change, Inequality, and Human Migration", *Journal of the European Economic Association*, vol. 20, numero 3, 2022, pagg. 1145-1197.

non rilevano le perdite di prodotto evitate, pertanto l'efficacia dello stock di capitale potrebbe mostrare una diminuzione se si devolvesse più capitale a questa funzione. Allocare risorse all'adattamento potrebbe anche ridurre quelle disponibili per l'innovazione, rallentando pertanto la crescita futura della PTF.

4 L'impatto di eventi meteorologici e climatici estremi

Gli eventi estremi tipicamente riducono l'attività economica nel breve termine, ma l'impatto di lungo periodo è meno certo. Allo shock iniziale segue un periodo di turbative e incertezza che lascia gradualmente il campo alla ripresa. I fattori che riducono l'impatto a breve termine comprendono un più elevato reddito pro capite, più alti livelli di alfabetizzazione e istituzioni migliori¹⁹. Gli afflussi di liquidità verso le aree colpite (ad esempio: aiuti internazionali, trasferimenti fiscali, credito e assicurazioni) attutiscono l'impatto e supportano la ripresa²⁰. L'impatto sulla crescita di lungo periodo precedente ai disastri è più sfumato e può differire tra livelli regionali e nazionali.

Alcuni paesi sono riusciti a ricostruire in modo migliore, cogliendo l'occasione per investire in nuovo capitale e nuove tecnologie²¹. Tuttavia, questo accade normalmente soltanto a seguito di eventi di entità lieve o moderata in economie emergenti relativamente più ricche, caratterizzate da stretti legami commerciali con le economie avanzate²². Per i paesi più poveri, o dopo eventi gravi, nella migliore delle ipotesi si osserva un ritorno ai livelli tendenziali e spesso una ripresa incompleta²³.

La distruzione dello stock di capitale è l'impatto più evidente degli eventi estremi sul prodotto potenziale. Alluvioni, tempeste e incendi boschivi distruggono edifici, macchinari, strade e altre infrastrutture. Il danno alle infrastrutture amplifica l'impatto sul prodotto potenziale trasmettendo gli effetti alle imprese che inizialmente non erano state danneggiate. Il prodotto nelle industrie del settore primario può essere danneggiato in maniera durevole in funzione della minore vitalità del terreno, ad esempio a causa dell'erosione del suolo. La scarsità di cibo durante i periodi di siccità può determinare ingenti abbattimenti di bestiame, a seguito dei quali potrebbero essere necessari anni per ripristinare le mandrie.

¹⁹ Cfr. Noy, I., "The macroeconomic consequences of disasters," *Journal of Development Economics*, vol. 88, numero 2, 2009, pagg. 221-231.

²⁰ Cfr. McDermott, T., Barry, F. e Tol, R., "Disasters and development: natural disasters, credit constraints, and economic growth," *Oxford Economic Papers*, vol. 66, numero 3, 2014, pagg. 750-773; Fache Rousová, L. et al., "Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance", *Financial Stability Review*, Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, luglio 2021.

²¹ Cfr. Skidmore, M. e Toya, H., "Do Natural Disasters Promote Long-Run Growth?", *Economic Inquiry*, vol. 40, numero 4, 2002, pagg. 664-687.

²² Cfr. Cuaresma, J., Hlouskova, J. e Obersteiner, M., "Natural disasters as creative destruction? Evidence from developing countries", *Economic Inquiry*, vol. 46, numero 2, 2008, pagg. 214-226.

²³ Cfr. Hallegatte, S. e Dumas, P., "Can natural disasters have positive consequences? Investigating the role of embodied technical change", *Ecological Economics*, vol. 68, numero 3, 2009, pagg. 777-786.

La copertura assicurativa e l'accesso ai finanziamenti svolgono un ruolo importante nel sostenere la ripresa e attenuare l'impatto sul prodotto a lungo termine.

Le imprese coperte da assicurazione contro la sospensione delle attività in seguito a eventi rovinosi presentano una crescita della produttività e una redditività migliori rispetto a imprese sprovviste di tali polizze. Ciò, tuttavia, è vero solo se il rimborso è tempestivo: i finanziamenti che arrivano troppo tardi rappresentano un miglioramento lieve rispetto alla mancanza totale di fondi²⁴. Se, inoltre, l'accesso ai finanziamenti non è generalmente correlato alla produttività, ad esempio se solo le grandi imprese riescono ancora ottenere del credito, quelle altrimenti produttive e solventi potrebbero fallire, riducendo ulteriormente il prodotto potenziale²⁵.

L'impatto di lungo termine in genere è più marcato nelle regioni colpite in quanto i lavoratori, tipicamente più giovani e più qualificati, spesso si allontanano e potrebbero tornare lentamente²⁶.

Un anno dopo che l'uragano Katrina aveva devastato New Orleans si è registrata una diminuzione della quota di bambini rispetto alla popolazione, un abbassamento del livello di istruzione media e un aumento pari a sei anni dell'età mediana²⁷. L'impatto di questa emigrazione potrebbe persistere per decenni. Le aree maggiormente danneggiate dall'erosione causata dalle tempeste di sabbia che colpirono gli Stati Uniti negli anni '30 (Dust Bowl) furono interessate da una notevole emigrazione. Il prezzo dei terreni agricoli scese del 30 per cento circa, rispetto alle zone meno interessate dall'erosione, riducendo le garanzie e l'accesso complessivo ai finanziamenti. Gli effetti economici si protrassero per più di 50 anni, nonostante il recupero molto più veloce della qualità del suolo²⁸.

Per contro, il deflusso di lavoratori dalle regioni colpite può accrescere l'offerta di lavoro e, di conseguenza, il prodotto potenziale in altre regioni, attenuando l'impatto complessivo nazionale.

La ricerca di nuove occupazioni e il trasloco sono dispendiosi, ma l'interruzione imposta dagli eventi estremi offre un'opportunità di rivalutazione. Infatti, i lavoratori che si sono spostati a seguito dell'uragano Katrina hanno poi ottenuto, in media, guadagni maggiori altrove²⁹. Non si tratta, tuttavia, di un'esperienza universale. I disastri possono ridurre il livello di istruzione nelle coorti interessate, determinando una diminuzione duratura del

²⁴ Cfr. Poontirakul, P. et al., "Insurance as a Double-Edged Sword: Quantitative Evidence from the 2011 Christchurch Earthquake", *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, vol. 42, 2017, pagg. 609-632.

²⁵ Cfr. Basker, E. e Miranda, J., "Taken by storm: business financing and survival in the aftermath of Hurricane Katrina", *Journal of Economic Geography*, vol. 18, numero 6, 2018, pagg. 1285-1313; Uchida, H. et al., "Financial shocks, bankruptcy, and natural selection", *Japan and the World Economy*, vol. 36, 2015, pagg. 123-135.

²⁶ Cfr. Bier, V., "Understanding and Mitigating the Impacts of Massive Relocations Due to Disasters", *Economics of Disasters and Climate Change*, vol. 1, numero 2, 2017, pagg. 179-202.

²⁷ Cfr. Vigdor, J., "The Economic Aftermath of Hurricane Katrina", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, n. 4, 2008, pagg. 135-154.

²⁸ Cfr. Hornbeck R., "The Enduring Impact of the American Dust Bowl: Short- and Long-Run Adjustments to Environmental Catastrophe", *American Economic Review*, vol. 102, n. 4, 2012, pagg. 1477-1507.

²⁹ Cfr. Deryugina, T., Kawano, L. e Levitt, S., "The Economic Impact of Hurricane Katrina on Its Victims: Evidence from Individual Tax Returns", *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 10, n. 2, 2018, pagg. 202-33.

capitale umano. Poiché il livello di istruzione dei genitori influenza anche quello dei figli, l'impatto può trasmettersi da una generazione all'altra³⁰.

Nel lungo periodo gli eventi estremi possono altresì ridurre la crescita della PTF. Nel medio termine anche le imprese delle regioni colpite che mantengono tassi maggiori di investimento di capitale e crescita occupazionale continuano a registrare un calo della crescita della PTF; ciò suggerisce che la ricostruzione occupa diversamente i dirigenti e ostacola l'efficienza³¹. Inoltre, sebbene i brevetti relativi all'adattamento a seguito di eventi estremi registrino un lieve aumento dopo i disastri, altri tipi di innovazione rallentano, determinando un calo della PTF di lungo periodo nelle regioni colpite³².

Infine, i cambiamenti climatici devono essere considerati nel contesto di eventi più frequenti, piuttosto che come episodi a sé stanti. Molti autori hanno messo in luce i canali attraverso i quali una frequenza maggiore di eventi estremi causa, col passare del tempo, un calo del prodotto potenziale³³. Ad esempio, la maggiore incertezza potrebbe indurre le famiglie e le imprese a divenire più caute e a ridurre gli investimenti di capitale. A seconda delle ipotesi sulla frequenza e intensità dei disastri futuri, la crescita attesa annua di prodotto potrebbe registrare una diminuzione compresa tra 0,25 e 1 punto percentuale³⁴.

5 L'impatto delle politiche climatiche e della transizione ecologica

Una pronta azione volta a ridurre le emissioni e la transizione verso un'economia mondiale a zero emissioni nette di anidride carbonica sono indispensabili per contenere gli effetti dei cambiamenti climatici di lungo periodo sul prodotto. Secondo le proiezioni, se si verificasse una transizione mondiale verso l'azzeramento di emissioni di anidride carbonica il prodotto sarebbe più elevato, rispetto a uno scenario senza transizione³⁵. La transizione stessa, tuttavia, potrebbe comportare delle perdite in termini di prodotto potenziale, soprattutto se avvenisse in modo disordinato o se alcune regioni progredissero

³⁰ Cfr. Almond, D., "Is the 1918 Influenza Pandemic Over? Long-Term Effects of In Utero Influenza Exposure in the Post-1940 U.S. Population", *Journal of Political Economy*, vol. 114, n. 4, 2006, pagg. 672-712; Caruso, G. e Miller, S., "Long run effects and intergenerational transmission of natural disasters: A case study on the 1970 Ancash Earthquake", *Journal of Development Economics*, vol. 117, 2015, pagg. 134-150.

³¹ Cfr. Leiter, A., Oberhofer, H. e Raschky, P., "Creative Disasters? Flooding Effects on Capital, Labour and Productivity Within European Firms", *Environmental & Resource Economics*, vol. 43, n. 3, 2009, pagg. 333-350.

³² Cfr. Noy, I. e Strobl, E., "Creatively Destructive Hurricanes: Do Disasters Spark Innovation?", *Environmental and Resource Economics*, vol. 84, 2023, pagg. 1-17.

³³ Cfr., ad esempio, Isoré, M. e Szczerbowicz, U., "Disaster risk and preference shifts in a New Keynesian model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 79, numero C, 2017, pagg. 97-125; Dietrich, A., Müller, G. e Schoenle, R., "The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy", *CEPR Discussion Papers*, n. 15866, Centre for Economic Policy Research, 2021.

³⁴ Cfr. Cantelmo, A., "Rare Disasters, the Natural Interest Rate and Monetary Policy", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 84, numero 3, 2022, pagg. 473-496.

³⁵ Cfr. Network for Greening the Financial System, op. cit.

nell'eliminazione delle emissioni mondiali, mentre altre non mantenessero il passo³⁶. Gli scenari climatici generalmente includono una combinazione di imposte e norme volte ad aumentare il prezzo effettivo delle emissioni di anidride carbonica. L'aumento dei prezzi delle emissioni incoraggia famiglie e imprese a orientarsi verso alternative con un contenuto di anidride carbonica inferiore e promuove l'innovazione, l'adozione e la diffusione di tecnologie pulite. L'analisi condotta dalla BCE suggerisce che le imposte sulle emissioni di anidride carbonica non hanno finora avuto un impatto negativo rilevante sul prodotto potenziale in Europa (cfr. il riquadro 1)³⁷.

Riquadro 1

Evidenze empiriche dell'impatto sulla crescita del prodotto potenziale europeo delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica

a cura di Christoph Zwick

La letteratura empirica relativa agli effetti macroeconomici delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica riguarda principalmente l'impatto sulle emissioni stesse, con pochi contributi che studiano le implicazioni macroeconomiche più ampie e ancora meno che indagano quelle strutturali di più lungo termine. Non esistono studi che analizzano l'impatto sul prodotto potenziale.

Nell'identificare l'impatto dinamico esercitato sui risultati macroeconomici da parte di un'imposta sulle emissioni di anidride carbonica, la sfida principale dal punto di vista econometrico è rappresentata dalla ripartizione delle reazioni endogene per autorità fiscale. Ad esempio, le autorità potrebbero reagire alle riduzioni di prodotto potenziale posticipando gli aumenti delle imposte sulle emissioni, che, in assenza di interventi, potrebbero determinare dei risultati distorti. Al fine di superare tale sfida, Metcalf e Stock propongono di scindere le variazioni alle imposte sulle emissioni di anidride carbonica in due componenti: una prevista dai risultati economici storici, nonché dagli shock internazionali attuali e passati, l'altra non anticipata da tali fattori, che possono dunque essere considerati esogeni. La parte esogena può essere impiegata per valutare l'impatto causale dell'imposta sull'economia³⁸.

Le ricerche preliminari condotte attualmente alla BCE si avvalgono di tale approccio per studiare l'impatto delle imposte sulle emissioni di CO₂ sul prodotto potenziale per 29 paesi europei nel periodo compreso tra il 1985 e il 2021³⁹. Circa la metà di tali paesi ha adottato imposte sulle emissioni: quella di importo più elevato, pari a 140 dollari/tCO₂ (in termini reali, sulla base della parità del potere d'acquisto del 2018) è stata fissata in Svezia nel 2014. Il grafico A mostra l'impatto di uno shock derivante da un'imposta sulle emissioni pari a 40 dollari statunitensi, prossima all'aliquota campione media per quei paesi che hanno applicato delle imposte sulle emissioni.

³⁶ È altresì importante utilizzare il confronto appropriato per valutare perdite in termini di prodotto potenziale. Il vero parametro per gli impatti della transizione non è il passato, ma un futuro in cui i cambiamenti climatici non siano mitigati.

³⁷ Le implicazioni delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica hanno una portata che non si limita al prodotto potenziale. Per una trattazione degli impatti sull'area dell'euro in termini di bilancio, 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.

³⁸ Cfr. Metcalf, G. e Stock, J., "Measuring the Macroeconomic Impact of Carbon Taxes", *AEA Papers and Proceedings*, vol. 110, 2020, pagg. 101-106.

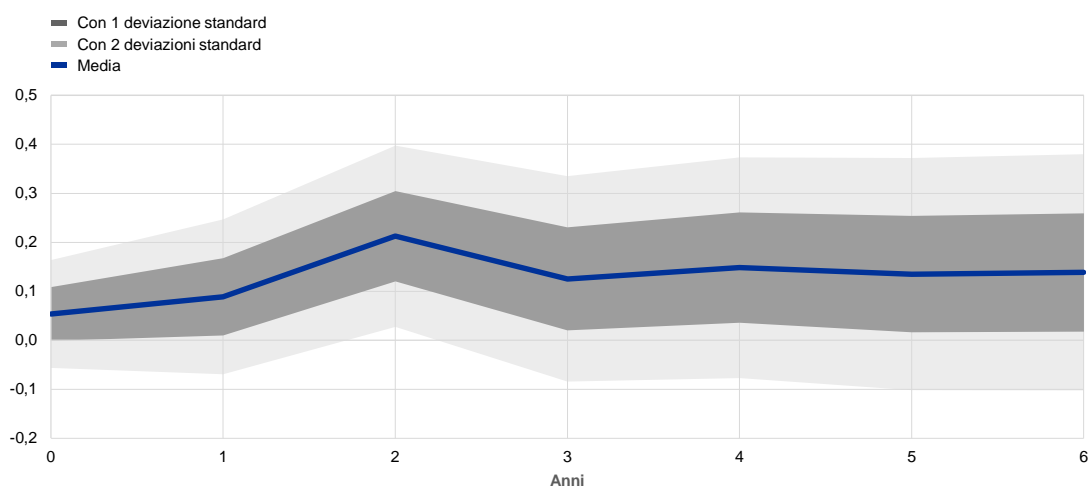
³⁹ I risultati presentati seguono tale approccio empirico. Si basano su un campione completo e sono mostrati per proiezioni locali con un intervallo di due anni. Il campione comprende solo paesi aderenti al sistema dell'UE di scambio delle quote di emissione (emissions trading system, ETS), prevedendo quindi controlli dell'impatto.

È rilevante che il limite inferiore dell'intervallo di confidenza del 95 per cento è pari a circa -0,1 punti percentuali, con un impatto statisticamente significativo al di sopra di quel valore. Ciò è paragonabile al tasso medio di crescita sui dodici mesi del prodotto potenziale del campione, pari al 2,1 per cento. Considerato il massimo livello di imposizione fiscale del campione e il fatto che le imposte sulle emissioni in genere sono aumentate gradualmente nel tempo, i risultati suggeriscono che esse non hanno avuto, in passato, un impatto significativamente avverso sulla crescita del prodotto potenziale in Europa.

Grafico A

Impatto sulla crescita del prodotto potenziale di uno shock derivante da un'imposta sulle emissioni pari a USD 40/tCO₂

(punti percentuali)



Fonti: AMECO, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra l'impatto sul prodotto potenziale negli anni successivi allo shock derivante dall'imposta, dove l'anno 0 corrisponde all'anno di applicazione.

La transizione ecologica consiste in una trasformazione strutturale dell'economia, che sposta capitale e lavoratori tra settori, tra imprese dello stesso settore e all'interno di singole imprese. L'impatto complessivo dipende, pertanto, da una serie di fattori strutturali e tecnologici, tra cui: gli ostacoli che impediscono alle imprese giovani e innovative di accedere ai mercati e di crescere (e a quelle inefficienti, ad alto rilascio di anidride carbonica di uscirne); gli impedimenti che non consentono ai lavoratori di cambiare posizione, nonché il tasso di innovazione verde. Se la transizione avviene in modo ordinato, con un ampio progresso tecnologico e gli aumenti del prezzo delle emissioni di CO₂ e gli altri provvedimenti politici sono comunicati correttamente, e quindi prevedibili, il capitale a elevato rilascio di anidride carbonica può essere sostituito, dopo l'ammortamento, con nuovo capitale ecologico, a costi aggiuntivi relativamente contenuti. Se, tuttavia, la transizione avviene in modo improvviso o avviene prima che esista la tecnologia ecologica equivalente, il capitale a elevato rilascio di anidride carbonica diventa obsoleto prima della fine della sua durata utile, riducendo lo stock di capitale complessivo.

L'abbandono da parte dei lavoratori di occupazioni a elevato rilascio di anidride carbonica in favore di occupazioni ecologiche potrebbe compromettere l'offerta di lavoro in presenza di significativi squilibri di

competenze, sebbene la valutazione delle evidenze suggerisca pochi vincoli esclusivi della transizione ecologica. In circa il 5 per cento delle regioni dell'UE, i posti di lavoro ad alta intensità carbonica rappresentano più del 20 per cento dell'occupazione⁴⁰. Tali regioni potrebbero risentire di disoccupazione protratta e atrofia delle competenze, l'equivalente per le persone delle "attività incagliate". Tuttavia, la maggior parte dei lavori "verdi" possono essere definiti tali solo in parte e hanno molte competenze in comune con i lavori "inquinanti", mentre la maggior parte delle abilità esclusive si può acquisire mediante la formazione sul posto di lavoro⁴¹. Secondo le stime dell'Agenzia internazionale per l'energia, la maggior parte dei lavori ad alta intensità di anidride carbonica nel settore energetico condivide le competenze con posizioni professionali che impiegano energia verde e in Europa oltre la metà dei lavoratori del settore si è già trasferita⁴². Ciò premesso, la carenza di lavoratori disponibili dovuta al calo demografico europeo nei prossimi decenni potrebbe rallentare la transizione ecologica⁴³. Le politiche strutturali a sostegno della mobilità professionale, nell'ambito di una trasformazione economica standard, dovrebbero pertanto contribuire ad attutire l'impatto della transizione sull'offerta di lavoro.

L'impatto complessivo della transizione sulla PTF relativa all'intera economia dipende dalla produttività relativa delle imprese in espansione contrapposta a quella delle imprese in contrazione. Se la produttività dei settori a elevato rilascio

di anidride carbonica in contrazione supera quella dei settori verdi in espansione, la riallocazione settoriale durante la transizione determinerà una diminuzione della produttività aggregata (e viceversa). L'impatto potrebbe quindi variare da un'economia all'altra, a seconda della struttura industriale. Data l'esistenza, anche all'interno dei singoli settori, di differenze sostanziali in termini di intensità di rilascio di anidride carbonica, l'impatto complessivo è, tuttavia, ben lungi dall'essere certo. Il 20 per cento delle imprese dell'UE a più elevato rilascio di anidride carbonica nei settori dei metalli e delle sostanze chimiche è responsabile di circa tre quarti delle emissioni dell'intero settore, ma solo del 20-30 per cento dell'occupazione. Nel settore del cemento e della calce, in cui le imprese impiegano una tecnologia simile, il 20 per cento delle imprese a maggior intensità di emissioni è responsabile del 30 per cento di esse, ma solo del 10 per cento dell'occupazione⁴⁴. Le imprese caratterizzate dal massimo livello di emissioni in genere presentano una PTF inferiore rispetto ad altre imprese appartenenti allo stesso settore, pertanto una riallocazione della loro produzione e manodopera potrebbe stimolare la PTF settoriale e ridurre le emissioni⁴⁵.

⁴⁰ Cfr. Vandeplass, A. et al., "The Possible Implications of the Green Transition for the EU Labour Market", *European Economy Discussion Papers*, n. 176, Commissione europea, 2022. Si fonda sulle regioni di base appartenenti alla classificazione NUTS 2.

⁴¹ Cfr. Bowen, A., Kuralbayeva, K. e Tipoe, E., "Characterising green employment: The impacts of 'greening' on workforce composition", *Energy Economics*, vol. 72, 2018, pagg. 263-275.

⁴² Cfr. Agenzia internazionale per l'energia, *World Energy Employment*, 2022.

⁴³ Cfr. il riquadro 8 *Tendenze demografiche secondo le proiezioni EUROPOP2023 e relative implicazioni economiche per l'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

⁴⁴ Cfr. Bijnens, G. e Swartenbroeckx, C., "Carbon emissions and the untapped potential of reallocation – Lessons from the EU ETS", *NBB Economic Review*, n. 06, 2022.

⁴⁵ Ibid.

L'impatto complessivo di lungo termine sulla produttività dipende, in ultima analisi, dal successo dell'innovazione delle tecnologie verdi, che possono eguagliare quelle a elevato rilascio di anidride carbonica in termini di efficienza. Occorre cautela nel mettere a confronto questi tipi di tecnologie, perché al momento non esiste una corretta misurazione dell'inefficienza del degrado ambientale causato nel lungo periodo dalle tecnologie a elevato rilascio di anidride carbonica. Nel PIL potrebbe non essere pienamente visibile il contributo delle tecnologie verdi volte a evitare tali danni, incluso il capitale impiegato per ridurre le emissioni, pertanto esse potrebbero erroneamente apparire meno efficienti delle tecnologie esistenti.

Le norme a tutela dell'ambiente potrebbero incoraggiare l'innovazione, che nel lungo periodo rafforza la produttività in misura sufficiente a compensare i costi sostenuti nel breve termine (ipotesi di Porter)⁴⁶. Nel complesso, le prove a sostegno di tale ipotesi sono miste, ma la produzione di elettricità è uno dei settori chiave in cui l'innovazione verde si è dimostrata una tecnologia competitiva. I progressi tecnologici e le economie di scala hanno fatto crollare il prezzo dell'elettricità generata da energia eolica e solare nell'ultimo decennio. Entrambe queste fonti ora sono significativamente più economiche rispetto all'elettricità alimentata da combustibili fossili, sulla base del costo attualizzato⁴⁷. Sebbene la gestione dell'intermittenza continui a presentare delle sfide, soprattutto ad alti tassi di penetrazione, un passaggio sostanziale dalla generazione elettrica derivante da combustibili fossili a quella da fonti rinnovabili, allo stato attuale, comporterebbe probabilmente una diminuzione sia dell'intensità di anidride carbonica, sia dei costi. Poiché l'area dell'euro è un importatore netto di combustibili fossili, una minore dipendenza ridurrebbe altresì l'impatto degli shock dal lato dell'offerta legati a tale fonte energetica.

L'impatto della regolamentazione varia in base alle imprese: quelle alla frontiera tecnologica riescono a trarne maggiori vantaggi⁴⁸. La ricerca condotta dalla BCE ha evidenziato l'eterogeneità delle diverse politiche volte a incentivare la decarbonizzazione, in termini di impatto sulla produttività a livello di impresa. Le politiche basate sul mercato (quali le imposte sulle emissioni di anidride carbonica) e le sovvenzioni per ricerca e sviluppo presentano il minore livello di impatto negativo totale, mentre le norme hanno effetti negativi più marcati (cfr. il riquadro 2). Le imprese più grandi risentono meno delle politiche di transizione, sia per il migliore accesso al capitale di cui godono, sia per una maggiore capacità innovativa.

⁴⁶ Cfr. Porter, M. e van der Linde, C., "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, 1995, pagg. 97-118.

⁴⁷ Costo attuale netto per kWh dell'elettricità generata nel corso della vita di un impianto, inclusi finanziamenti, impianti e funzionamento.

⁴⁸ Cfr. OCSE, "Productivity growth, environmental policies and the Porter hypothesis", *Assessing the economic impacts of environmental policies: Evidence from a decade of OECD research*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, Parigi, 2021.

Riquadro 2

Verifica dell'ipotesi di Porter: norme di tutela ambientale e crescita della produttività nell'area dell'euro

a cura di Paloma Lopez-Garcia

Secondo l'ipotesi di Porter le norme di tutela ambientale nel lungo periodo potrebbero generare incrementi di innovazione e produttività, tali da compensare possibili costi a breve termine.

La verifica empirica dell'ipotesi non ha dato risultati conclusivi. Inoltre, poiché si avvale di dati per paese e di misure di policy in termini aggregati, essa non mostra gli effetti eterogenei delle varie politiche sui diversi tipi di imprese.

La ricerca condotta dalla BCE recentemente utilizza dati relativi a più di tre milioni di singole imprese, appartenenti a sei paesi dell'area dell'euro, per il periodo compreso tra il 2003 e il 2019, nonché l'indicatore di rigore delle politiche ambientali dell'OCSE (Environmental Policy Stringency, EPS), al fine di verificare l'ipotesi di Porter⁴⁹. La ricerca impiega stime delle emissioni di anidride carbonica a livello di impresa per identificare la causalità degli impatti, data la probabilità che le norme di tutela ambientale incidano sulle imprese in modo diverso, a seconda dell'esposizione di queste ultime alla regolamentazione. La ricerca mira a determinare in che modo l'innovazione a livello di impresa e la crescita della PTF siano influenzate nel tempo da una normativa di tutela ambientale più severa. Distingue, inoltre, tra i tipi di politiche ambientali, differenziandole in misure basate sul mercato (quali le imposte sulle emissioni di anidride carbonica e i sistemi di scambio delle quote di emissione), misure non basate sul mercato (quali divieti o limiti su determinati prodotti o processi) e supporto tecnologico per ricerca e sviluppo (R&S) in materia ambientale.

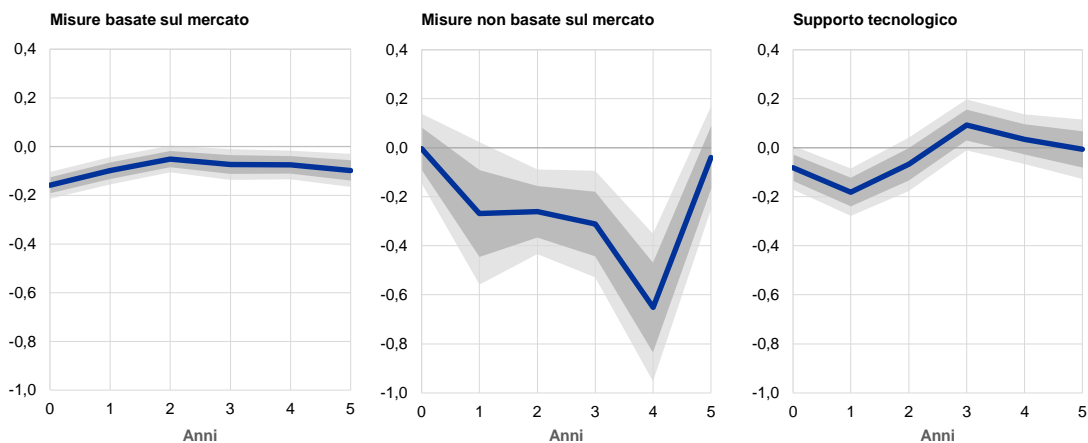
Una politica di tutela ambientale più severa incide sulle imprese a elevata intensità emissiva in misura maggiore rispetto alle omologhe con basse emissioni. È tuttavia importante distinguere tra i diversi tipi di politiche. Per le imprese con emissioni elevate, le politiche di supporto a ricerca e sviluppo hanno effetti negativi solo temporanei prima di alimentare, in ultima analisi, la crescita della PTF. Per contro, le politiche di mercato hanno effetti negativi persistenti, ancorché di lieve entità; gli strumenti diversi da quelli di mercato comportano una riduzione della crescita della PTF che raggiunge il proprio apice nei cinque anni successivi al cambio di politica (cfr. il grafico A). Tuttavia, le imprese con alte emissioni non sono influenzate tutte allo stesso modo. La crescita della PTF delle grandi imprese a elevata intensità di emissioni aumenta dopo un cambio di politica, mentre quella delle piccole imprese a elevata intensità di emissioni diminuisce in misura significativa: ciò potrebbe essere segnale di migliore accesso ai capitali e di maggiore capacità innovativa.

⁴⁹ Cfr. Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. e Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, n. 2820, BCE, 2023.

Grafico A

Funzioni di risposta a impulso a livello di impresa di un inasprimento della politica di tutela ambientale sulla crescita della PTF delle imprese con emissioni elevate

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: funzione di risposta a impulso di una variazione dell'indicatore EPS pari a 1 punto percentuale sulla crescita della PTF di un'impresa su un orizzonte di cinque anni in termini di misure basate sul mercato (imposte), non basate sul mercato (limiti di emissioni) e supporto tecnologico (sussidi a ricerca e sviluppo). Le imprese con emissioni elevate corrispondono a quelle situate nella metà superiore della distribuzione delle emissioni di anidride carbonica. Le aree ombreggiate mostrano intervalli di confidenza al 68 e al 90 per cento.

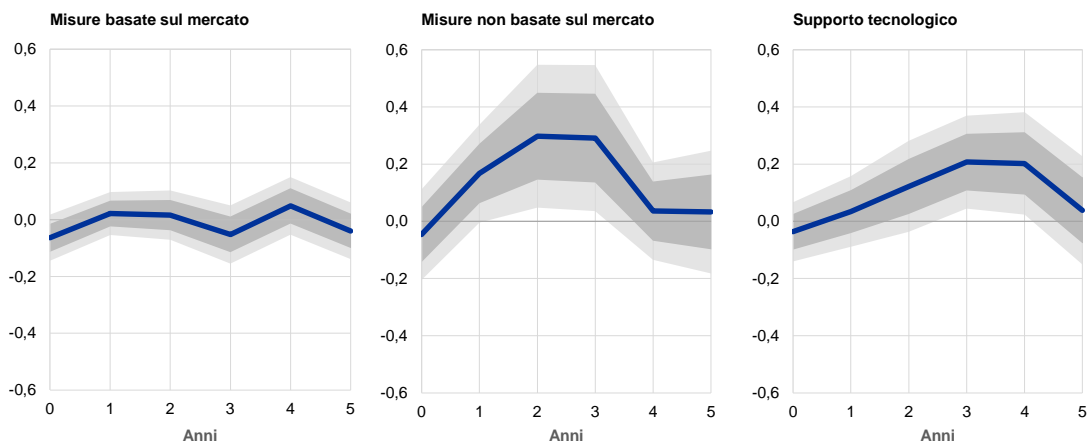
È preso in esame anche l'impatto sulle domande di brevetti, al fine di verificare se politiche più severe possano incrementare la crescita della PTF nel lungo periodo stimolando l'innovazione e gli investimenti in tecnologia verde e se l'innovazione legata all'ambiente escluda altri tipi di innovazione⁵⁰. Le domande di brevetti ecologici presentate da imprese caratterizzate da elevate emissioni aumentano in misura significativa a seguito dell'inasprimento delle politiche ambientali, senza escludere altri tipi di innovazione (cfr. il grafico B). L'impatto positivo è trainato dalle misure diverse da quelle di mercato e, soprattutto, dalle politiche di supporto a ricerca e sviluppo. I provvedimenti basati sul mercato influiscono in misura marginale sulle domande di brevetti da parte delle imprese. Tuttavia, se si considera solo il 25 per cento maggiore dei cambiamenti di politica, le misure basate sul mercato hanno un impatto significativo e positivo sull'innovazione verde. Non ci sono segnali di esclusione, in quanto il numero di domande di altri tipi di brevetti non subisce variazioni o aumenta perfino lievemente. Tale incremento potrebbe essere dovuto a complementarità tra tipi di tecnologie, se, ad esempio, una nuova tecnologia verde richiede anche un nuovo software.

⁵⁰ Cfr. Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. e Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and innovation in the euro area: Testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

Grafico B

Funzioni di risposta a impulso a livello di impresa di un inasprimento della politica di tutela ambientale sulle domande di brevetti ecologici da parte delle imprese con emissioni elevate

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: funzione di risposta a impulso di una variazione dell'indicatore EPS pari a 1 punto percentuale sull'aumento di domande di brevetti verdi di un'impresa su un orizzonte di cinque anni in termini di misure basate sul mercato (imposte), misure non basate sul mercato (limiti di emissioni) e supporto tecnologico (sussidi a ricerca e sviluppo). Le imprese con emissioni elevate corrispondono a quelle situate nella metà superiore della distribuzione delle emissioni di anidride carbonica.

I risultati combinati complessivi supportano in qualche misura l'ipotesi di Porter: sebbene la crescita della PTF a livello di impresa diminuisca a seguito di un inasprimento delle politiche di tutela ambientale, essa può aumentare nel lungo termine con l'incremento delle domande di brevetti.

6 Altri fattori legati al clima che incidono sul prodotto potenziale

Il prodotto potenziale potrebbe anche essere influenzato, nel breve o lungo termine, da altri fattori legati al clima, in particolare input intermedi alla produzione.

Molte tecnologie verdi impiegano alcuni metalli e minerali essenziali, quali il litio, il cobalto e il silicio, che dovranno essere estratti in quantità molto maggiori rispetto a oggi. Le interruzioni delle catene di approvvigionamento che in futuro interessino tali materie prime potrebbero limitare temporaneamente la produzione di pannelli solari, turbine eoliche, veicoli elettrici e altri prodotti fondamentali per la transizione⁵¹.

Un'ampia fetta dell'attività economica si basa sul contributo, senza prezzo né valore, del capitale naturale, della biodiversità e dei servizi ecosistemici. Aria e acqua pulite e impollinatori selvatici rappresentano solo alcuni dei servizi che non sono evidenti nel PIL. Tuttavia, il degrado ambientale osservato negli ultimi decenni

⁵¹ Per un'analisi dell'impatto delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento sul prodotto potenziale dell'area dell'euro cfr. il riquadro 2 *Possibili effetti delle persistenti interruzioni lungo le catene di approvvigionamento sul prodotto potenziale dell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

potrebbe minacciare il loro contributo al prodotto potenziale in futuro. Il riquadro 3 approfondisce il ricorso a tali servizi ecosistemici da parte delle imprese europee.

Riquadro 3

L'attività economica dipende dalla natura

a cura di Andrej Ceglar

L'essere umano dipende dalla natura e dalla biodiversità, ovvero la varietà e la variabilità della vita sulla Terra. Tutti noi abbiamo bisogno di cibo, di acqua e aria pulite, di energia e di materie prime, che la natura ci offre. Per l'economia non è diverso: oltre la metà della produzione economica mondiale dipende dalla natura e dai suoi servizi ecosistemici⁵². L'impollinazione, ad esempio, è necessaria per circa il 75 per cento delle nostre colture alimentari⁵³, con una stima del valore economico mondiale annuo che varia tra 248 e 293 miliardi di euro⁵⁴.

Nonostante un numero crescente di evidenze scientifiche sostenga l'elevato beneficio socioeconomico derivante dalla natura, gli ecosistemi si stanno deteriorando a un ritmo senza precedenti. Si stima che una specie su otto di animali e piante sulla Terra sia a rischio di estinzione e che tale rapporto salga a una su quattro in Europa⁵⁵. Le determinanti principali della perdita di biodiversità comprendono l'utilizzo del terreno, il cambiamento climatico, l'eccessivo sfruttamento delle risorse naturali, l'inquinamento e le specie invasive. Il costo mondiale stimato per un anno è già immenso: tra circa 3.500 e 18.500 miliardi di euro per la riduzione di servizi ecosistemici e tra 5.500 e 10.500 miliardi per il deterioramento dei terreni⁵⁶.

La perdita in termini di natura incide sull'economia attraverso tre canali principali, analoghi a quelli relativi ai cambiamenti climatici descritti in precedenza: maggiore impatto degli eventi meteorologici e climatici estremi, riduzione a lungo termine degli ecosistemi e impatto delle politiche attuate al fine di evitare tali perdite. La scomparsa di terre umide, ad esempio, aumenta la vulnerabilità a mareggiate⁵⁷, la diminuzione di impollinatori riduce la produzione agricola, i provvedimenti normativi, infine, potrebbero limitare lo sfruttamento delle risorse naturali o vietare alcuni prodotti. Alcuni modelli imprenditoriali potrebbero scomparire, mentre altri potrebbero divenire troppo costosi e perdere quote di mercato. Per concepire misure politiche efficaci è necessario comprendere la doppia rilevanza: come l'economia incide sulla natura e come la natura incide sull'economia.

L'analisi condotta in questa sede mostra che circa tre quarti delle società non finanziarie nell'area dell'euro dipendono in misura rilevante da benefici naturali, quali la protezione da alluvioni e tempeste, la fornitura di acqua dolce e la regolazione del clima (inclusa l'eliminazione di anidride carbonica)⁵⁸. Un grave danneggiamento del relativo ecosistema creerebbe dei seri problemi

⁵² Cfr. World Economic Forum, "Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy", 2020.

⁵³ Cfr. Klein, A.-M. et al., "Importance of pollinators in changing landscapes for world crops", *Proceedings of the Royal Society B*, vol. 274, numero 1608, 2007.

⁵⁴ Cfr. Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, *Assessment report on pollinators, pollination and food production*, Bonn, 2016.

⁵⁵ Cfr. Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, *Summary for policymakers of the global assessment report on biodiversity and ecosystem services*, Bonn, 2019.

⁵⁶ Cfr. Costanza, R. et al., "Changes in the global value of ecosystem services", *Global Environmental Change*, vol. 26, 2014, pagg. 152-158.

⁵⁷ Cfr. Narayan, S. et al., "The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA", *Scientific Reports*, vol. 7, n. 9463, 2017.

⁵⁸ Cfr. Elderson, F., "The economy and banks need nature to survive", *Il blog della BCE*, 8 giugno 2023.

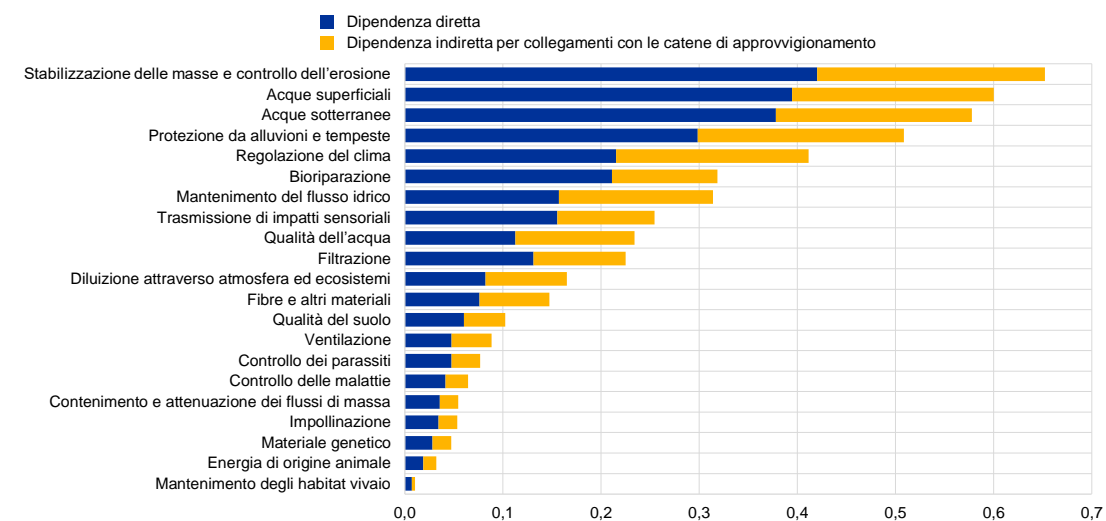
economici alle società coinvolte. Analogamente, circa tre quarti dei prestiti bancari concessi a imprese dell'area dell'euro sono destinati a società che dipendono in misura elevata da almeno un servizio ecosistemico, pertanto in caso di gravi danni all'ecosistema potrebbero insorgere delle perdite bancarie significative, che amplificherebbero l'impatto economico mondiale.

I cambiamenti climatici e la perdita di natura sono strettamente collegati. Identificare le interdipendenze e i meccanismi che si rafforzano vicendevolmente tra clima, pressioni ambientali e biodiversità è fondamentale per cogliere pienamente i rischi legati alla natura. Riconoscimento, valutazione e azione tempestivi nell'affrontare tali sfide sono essenziali per mitigare le perdite economiche future. Sebbene per identificare e quantificare i canali di trasmissione fondamentali sia necessario un ulteriore sviluppo dei sistemi di riferimento per la modellizzazione dei rischi, si hanno già a disposizione dati e conoscenze sufficienti a introdurre per tempo politiche ecocompatibili.

Grafico A

Dipendenza diretta e indiretta dai servizi ecosistemici delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(punteggi di dipendenza)



Fonti: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit ed elaborazioni della BCE.

Note: il punteggio di dipendenza dell'area dell'euro è calcolato come la media dei punteggi di dipendenza delle società non finanziarie dell'area dell'euro. Si distingue tra dipendenza diretta (Ambito 1) e indiretta (a monte) in relazione alla catena di approvvigionamento.

7 Osservazioni conclusive

È probabile che i cambiamenti climatici e le azioni intraprese per farvi fronte incideranno sul prodotto potenziale dell'area dell'euro nei prossimi decenni.

Gli impatti non si limitano alla distruzione del capitale fisico durante gli eventi estremi, bensì comprendono gli effetti sull'offerta di lavoro e sul progresso tecnologico. Per molti dei canali descritti in questa sede, la nostra conoscenza resta imperfetta e dovrebbe essere ampiamente integrata con ricerche future. In particolare, gli effetti della perdita di biodiversità sono stati finora oggetto di attenzione limitata.

Una delle principali sfide per la politica monetaria è rappresentata dalla natura fortemente localizzata dell'impatto dei cambiamenti climatici su regioni o settori determinati, rispetto agli shock macroeconomici standard. In particolare, l'eterogeneità degli impatti in base al paese può porre delle sfide per il funzionamento della politica monetaria nell'area dell'euro. La ricerca recente ha evidenziato che i legami di produzione esistenti tra le imprese possono amplificare gli shock⁵⁹. Gli effetti dei cambiamenti climatici concentrati su alcuni settori o regioni potrebbero quindi incidere sull'attività e sui prezzi in termini aggregati in misura ben maggiore di quanto si dedurrebbe dalla loro quota nel prodotto, con conseguenti ripercussioni per la politica monetaria.

Per concludere, la gamma di canali di impatto e il numero di fattori che ostacolano il successo della transizione ecologica mettono in luce la necessità di un'ampia varietà di politiche che integrino l'imposizione di un prezzo per le emissioni di anidride carbonica. La transizione consiste in una trasformazione strutturale dell'economia. Le politiche strutturali a supporto di efficienti riallocazioni di capitale e manodopera tra le attività sono fondamentali, al pari di quelle a sostegno dell'innovazione e l'ampia diffusione di nuove tecnologie. Nel contempo, è probabile che, anche in presenza di una transizione rapida e ordinata, gli impatti dei cambiamenti climatici e gli eventi estremi aumenteranno, rendendo necessarie delle misure di adattamento, tra cui irrigazione, aria condizionata e assicurazioni.

⁵⁹ Cfr., ad esempio, Baqaee, D. e Farhi, E., "The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem", *Econometrica*, vol. 87, numero 4, 2019, pagg. 1155-1203; Guerrieri, V. et al., "Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?", *American Economic Review*, vol. 112, n. 5, 2022, pagg. 1437-1474.

3 Dieci anni di indagini SESFOD: termini e condizioni del credito nei mercati del finanziamento tramite titoli denominati in euro e dei derivati OTC dal 2013 a oggi

a cura di Simon Kördel e Philippe Molitor

I termini e le condizioni di credito sono una componente essenziale delle condizioni di finanziamento e sono fondamentali per determinare la propensione al rischio degli operatori di mercato. Le condizioni di finanziamento incidono sulle decisioni di investimento degli operatori di mercato. Termini e condizioni di credito meno stringenti possono favorire l'accumulo di leva finanziaria e una maggiore assunzione di rischi da parte del sistema finanziario. Sulla scorta dell'esperienza acquisita a seguito della crisi finanziaria mondiale, da marzo 2013¹ la BCE svolge, con frequenza trimestrale, un'indagine sui termini e sulle condizioni di credito nei mercati del finanziamento mediante titoli denominati in euro e dei derivati OTC (survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets, SESFOD).

Le operazioni di finanziamento mediante titoli (securities financing transactions, SFT) sono operazioni garantite in cui le attività sono scambiate con contanti. In termini economici, queste transazioni consistono in un prestito garantito da attività (ad esempio obbligazioni o azioni) e possono essere di quattro diversi tipi: operazioni di vendita con patto di riacquisto o pronti contro termine (repurchase agreements, repo), prestito di titoli, operazioni di buy-sell back e finanziamento con margini². Le operazioni pronti contro termine denominate in euro rappresentano attualmente il segmento più ampio del mercato monetario in euro, del valore di circa 2.000 miliardi di euro alla fine del 2022. Le operazioni garantite sono diventate più diffuse dopo la crisi finanziaria, per via di una maggiore propensione ad attenuare il rischio di controparte attraverso la corresponsione di garanzie. Oltre a fornire finanziamenti garantiti, le operazioni pronti contro termine consentono agli operatori di mercato di procurarsi titoli specifici. Infine, il mercato monetario garantito svolge un ruolo cruciale nell'attuazione e nella trasmissione della politica monetaria, come anche il segmento del mercato monetario non garantito³.

I derivati over-the-counter (OTC) sono strumenti finanziari il cui prezzo dipende da un'attività sottostante e che sono negoziati al di fuori delle borse regolamentate. Si tratta di contratti finanziari legati all'oscillazione del prezzo di un'attività sottostante o di un paniere di attività (ad esempio strumenti su tassi di interesse, azioni o materie prime). Alla fine del 2022 i derivati OTC, che vengono

¹ Cfr. la monografia "New ECB Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and Over-the counter Derivatives Markets (SESFOD)", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2013.

² Per le definizioni dei vari tipi di operazioni, cfr. l'articolo 3 del [Regolamento \(UE\) n. 2015/2365 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento \(UE\) n. 648/2012 \(GU L 337 del 23.12.2015, pag. 1\)](#).

³ Cfr. [Euro money market study 2022](#), BCE, aprile 2023.

negoziati privatamente e non sono scambiati in borsa, rappresentavano quasi il 32 per cento dei mercati dei derivati denominati in euro, con un nozionale totale lordo pari a 41.000 miliardi di euro. I derivati finanziari vengono utilizzati, tra l'altro, a scopi di gestione del rischio, di copertura, di arbitraggio tra mercati e a fini speculativi⁴. Hanno effetti significativi sull'economia reale, da quelli sui mutui ipotecari a quelli sui prezzi dei generi alimentari.

L'indagine SESFOD rientra in un'iniziativa di livello internazionale volta a raccogliere informazioni sui termini e sulle condizioni di credito sui mercati all'ingrosso. Questi ultimi sono anche importanti canali di trasmissione della leva finanziaria all'interno del sistema finanziario. L'indagine SESFOD fa luce sui possibili rischi associati al finanziamento tramite titoli e ai mercati dei derivati e funge inoltre da prezioso strumento di monitoraggio e di potenziale allerta precoce rilevando significative variazioni nei termini e nelle condizioni di credito. Infine, i dati sull'evoluzione del costo e della disponibilità di finanziamento nei mercati all'ingrosso, e in particolare in quelli dei pronti contro termine, possono essere di ausilio nell'analisi della trasmissione della politica monetaria e delle condizioni di finanziamento interbancario⁵.

L'indagine SESFOD può essere vista come il complemento, dal lato del mercato, all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro (bank lending survey, BLS)⁶. Fra le varie indagini svolte dalla BCE⁷, l'indagine SESFOD e quella sul credito bancario vertono, in parte, sulle condizioni creditizie. La prima studia le condizioni di credito nelle operazioni di finanziamento tramite titoli e nei derivati OTC, mentre la seconda fornisce informazioni sulle condizioni del credito bancario alle imprese e alle famiglie nell'area dell'euro.

In occasione del decimo anniversario dell'indagine SESFOD, il presente articolo illustra l'andamento e le determinanti dei termini e delle condizioni di credito offerte alle controparti sulla base delle risposte fornite nel tempo dai partecipanti all'indagine stessa.

1 Il contesto dell'indagine

L'indagine SESFOD, di natura prevalentemente qualitativa, è stata messa a punto nell'ambito di un'iniziativa internazionale⁸ e raccoglie informazioni sulle

⁴ Cfr. [la pagina della commissione Europea dedicata ai derivati e al regolamento EMIR](#).

⁵ Fra le analisi basate sui dati dell'indagine SESFOD figurano quelle riportate nella sezione 2.1 della *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2019 e nei riquadri "Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2018 e "Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance companies and pension funds", *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2020.

⁶ Cfr. l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro (*Euro area bank lending survey*, BCE).

⁷ Cfr. la pagina web dedicata alle [indagini svolte dalla BCE](#).

⁸ La Bank of Canada, la Bank of England e il Federal Reserve System conducono indagini analoghe, ma solo la Federal Reserve pubblica risultati in forma aggregata nell'indagine presso i responsabili del credito relativa alle condizioni di finanziamento applicate dai dealer (*Senior Credit Officer Opinion on Dealer Financing Terms*, SCOOS).

attività di un campione di grandi banche e dealer nei mercati del finanziamento tramite titoli e dei derivati OTC. All'indagine SESFOD partecipano grandi banche e dealer con sede sia in paesi dell'area dell'euro che in paesi non appartenenti all'area. Il campione consta attualmente di 27 intermediari. Il riquadro 1 esamina la rappresentatività dei partecipanti all'indagine in termini di rilevanza per i mercati denominati in euro. All'indomani della crisi finanziaria mondiale del 2008, un gruppo di studio del Comitato sul sistema finanziario globale (committee on the global financial system, CSFG) ha raccomandato l'avvio di un'indagine qualitativa sui termini e sulle condizioni del credito⁹. Ciò ha spinto le principali banche centrali a livello mondiale a sviluppare indagini analoghe, i cui risultati offrono spunti per raffronti a livello internazionale. Il riquadro 2 confronta le risposte date sugli hedge fund nell'ambito dell'indagine SESFOD con quelle fornite dai responsabili del credito in merito alle condizioni di finanziamento applicate dai dealer nell'indagine a cura della Federal Reserve (senior credit officer opinion survey on dealer financing terms, SCOOS).

L'indagine SESFOD studia i mercati che hanno favorito un aumento della leva finanziaria e dell'assunzione di rischi nel periodo precedente la crisi finanziaria mondiale. Nel periodo precedente al 2007 il sistema finanziario non bancario (talvolta definito sistema bancario ombra) ha favorito l'accumulo di leva finanziaria e una crescente interconnessione all'interno del sistema finanziario. I mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli e dei derivati OTC hanno svolto un ruolo importante in entrambi questi fenomeni. L'indagine SESFOD è stata concepita per monitorare i rischi derivanti dall'aumento dell'interconnessione, dall'eccessiva leva finanziaria, dagli effetti prociclici, dalla "corsa ai repo" e dalle condizioni finanziarie.

I risultati di questa indagine qualitativa arricchiscono e integrano i dati granulari sui mercati oggetto di studio messi a disposizione più di recente.

Dall'avvio dell'indagine sono state rese disponibili nuove serie di dati che forniscono informazioni granulari sui mercati oggetto dell'indagine SESFOD. Fra di esse figurano i dati raccolti a norma del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR), del regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFTR) e delle segnalazioni statistiche sui mercati monetari (Money Market Statistical Reporting, MMSR)¹⁰. Tuttavia, per quanto attraverso questi dati sia possibile, in una certa misura, monitorare le condizioni di prezzo, l'indagine SESFOD offre informazioni sui termini di altro genere, poiché monitorare questi ultimi (ad esempio limiti di credito, clausole contrattuali e soglie di attivazione) attraverso dati quantitativi è molto più difficile e costoso. Al tempo stesso, come avvenuto durante la crisi finanziaria mondiale¹¹, le variazioni delle condizioni non relative ai prezzi possono avere effetti molto più negativi rispetto a quelle dei termini concernenti i prezzi (ad esempio scarti di garanzia o requisiti sui margini iniziali).

⁹ Cfr. Committee on the Global Financial System, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, BRI, marzo 2010.

¹⁰ La raccolta dei dati ai sensi del regolamento EMIR è iniziata nel 2012, quella prevista dalle segnalazioni statistiche sui mercati monetari nel 2016 e quella conforme al regolamento SFTR nel 2020.

¹¹ Cfr. *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2013, op. cit.

L'indagine SESFOD fornisce inoltre una visione prospettica che i dati raccolti per finalità regolamentari non sono in grado di offrire. L'indagine prevede domande volte ad acquisire informazioni qualitative sull'orientamento futuro delle condizioni di credito per i diversi tipi di controparti o sulla disponibilità di leva finanziaria (inutilizzata) presso gli hedge fund. Alle banche interpellate viene chiesto di delineare le prospettive attese, che vengono poi raffrontate con gli effettivi andamenti del mercato. L'affidabilità delle informazioni prospettiche è uno dei punti trattati in dettaglio nella sezione 4.

2 Struttura dell'indagine

L'indagine SESFOD è strutturata in tre parti relative a diversi tipi di controparti e segmenti di mercato¹². La prima parte riguarda le condizioni di credito per tutte le tipologie di controparti, sia nei mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli, sia in quelli dei derivati OTC, mentre la seconda si concentra sulle condizioni di finanziamento a fronte di diversi tipi di garanzie nei mercati delle SFT. La terza parte riguarda le condizioni di finanziamento offerte in funzione del tipo di classi di attività sottostanti nelle operazioni su derivati OTC¹³.

Le condizioni creditizie sono riportate dal punto di vista delle banche dealer che partecipano all'indagine in quanto erogatrici di credito e viene fatta una distinzione tra condizioni di prezzo e termini di altro genere, oltre che per tipologia di controparte. Le banche coinvolte segnalano variazioni nelle condizioni di credito applicate alle operazioni di finanziamento tramite titoli e alle operazioni su derivati OTC con controparti appartenenti a una delle sei tipologie seguenti: a) banche e dealer, cioè i principali intermediari finanziari sui mercati all'ingrosso; b) hedge fund; c) compagnie di assicurazione; d) fondi di investimento (compresi i fondi indicizzati quotati in borsa, exchange-traded funds, ETF), piani pensionistici e altri organismi di investimento istituzionali; e) società non finanziarie; e f) emittenti sovrani. Oltre alla scomposizione per controparte, le condizioni di credito vengono distinte in condizioni di prezzo e altro genere di termini. Con le prime si intende il compenso richiesto per l'assunzione del rischio, ad esempio tassi di finanziamento o differenziali; i secondi sono costituiti dalle disposizioni contrattuali tese ad attenuare l'esposizione al rischio, come ad esempio scarti di garanzia, norme relative al termine massimo di scadenza del finanziamento, clausole contrattuali e soglie di attivazione. Nella misura in cui le condizioni di credito si sono inasprite o allentate, viene chiesto ai partecipanti di indicare, scegliendole da un elenco di otto, fino a tre delle principali ragioni della variazione dei termini relativi al prezzo o di altro genere

¹² Il modello standard dell'indagine comprende 342 domande sostanzialmente simili a quelle poste nelle indagini di altre banche centrali e permette quindi un confronto tra i vari paesi (cfr. il riquadro 2).

¹³ Inoltre, ogni anno la prima e l'ultima edizione dell'indagine contengono "domande speciali" riguardanti le tendenze di lungo termine e l'attività di market making. Possono anche esservi inclusi specifici quesiti ad hoc, come quelli posti a giugno 2020 in merito alle condizioni di finanziamento al momento dell'insorgere della pandemia o a marzo 2022 sui derivati energetici.

per tutti i tipi di operazioni di finanziamento tramite titoli e transazioni in derivati OTC¹⁴.

I risultati aggregati dell'indagine sono espressi in percentuali nette degli intervistati. Per ciascuna domanda, i partecipanti all'indagine scelgono tra cinque risposte riguardo alle condizioni del credito, ad esempio: a) si sono considerevolmente inasprite; b) si sono inasprite in una certa misura; c) sono rimaste sostanzialmente invariate; d) si sono allentate in una certa misura; e) si sono allentate considerevolmente. I valori percentuali netti sono calcolati come differenza tra la percentuale di intervistati che hanno risposto "si sono considerevolmente inasprite" o "si sono inasprite in una certa misura" e quella di intervistati secondo cui esse "si sono allentate considerevolmente" o "si sono allentate in una certa misura".

La serie temporale dei risultati aggregati dell'indagine, iniziata nel marzo 2013, consente di confrontarli con pertinenti indicatori di mercato. Dal confronto tra i risultati dell'indagine SESFOD relativi ai principali tipi di controparti degli intermediari finanziari e l'indice di volatilità calcolato sullo Euro Stoxx 50 (Vstoxx) emerge che i primi rispecchiano in larga misura l'andamento dell'indice Vstoxx. Inoltre, dopo una certa dispersione delle condizioni di credito tra le controparti finanziarie nei primi periodi in cui veniva svolta l'indagine, negli ultimi anni il loro andamento è stato in linea con quello dell'indice (cfr. il pannello a) del grafico 1).

È inoltre possibile effettuare raffronti con i risultati di altre indagini, come quella sul credito bancario (BLS). Poiché sia l'indagine SESFOD, sia quella sul credito bancario vertono, tra l'altro, sulle condizioni creditizie applicate agli enti non finanziari, è possibile confrontarne i risultati. Le condizioni di credito complessive applicate alle controparti non finanziarie e riportate nella prima non sono sempre in linea con i criteri di concessione del credito alle imprese dell'area dell'euro indicati nella seconda. Dall'indagine SESFOD emerge una maggiore volatilità delle condizioni del credito rispetto ai criteri di concessione riferiti nell'indagine BLS. Inoltre, la SESFOD ha evidenziato un inasprimento nella gran parte dei trimestri a partire dal 2015, mentre nell'indagine sul credito bancario viene rilevato un inasprimento costante solo a partire dal 2022 e un generale allentamento dei criteri per la concessione del credito tra il 2014 e il 2019 (cfr. il pannello b) del grafico 1).

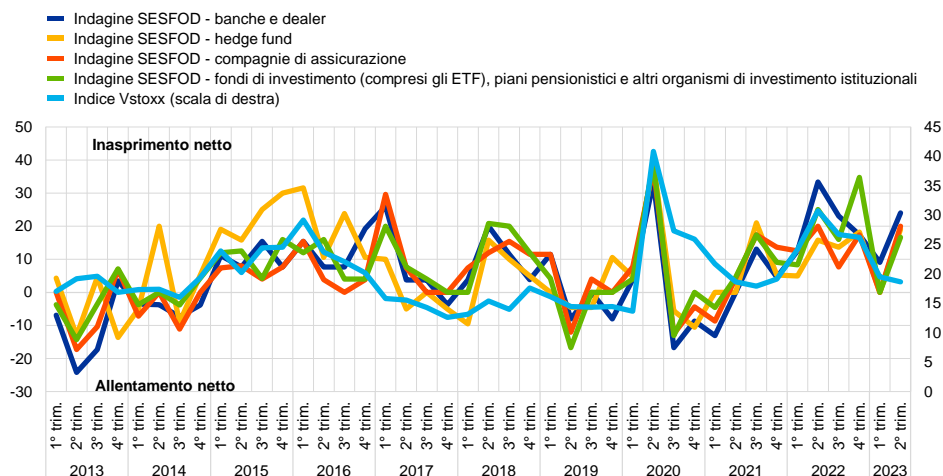
¹⁴ Cfr. anche le [linee guida dell'indagine SESFOD](#), BCE, 2016 o *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2013, op. cit.

Grafico 1

Risultati aggregati delle indagini SESFOD e BLS e indice Vstoxx

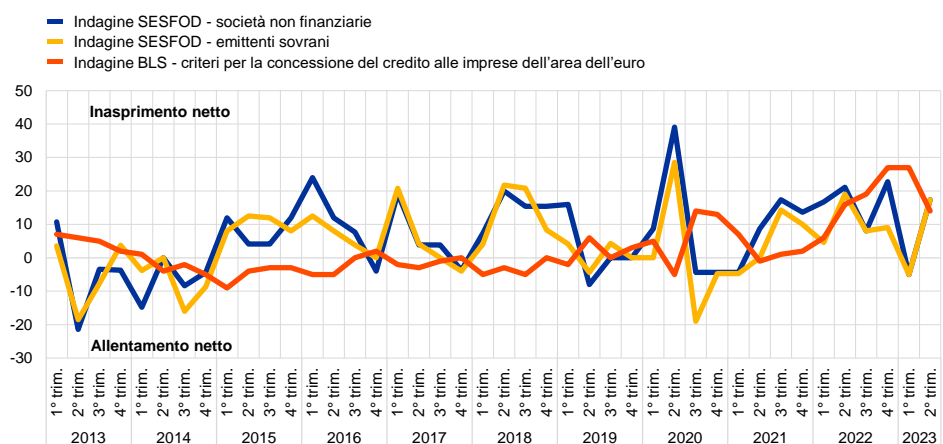
a) Controparti finanziarie secondo l'indagine SESFOD e indice Vstoxx

(scala di sinistra: percentuali nette di intervistati; scala di destra: indice)



b) Controparti non finanziarie secondo l'indagine SESFOD e indagine BLS

(scala di sinistra: percentuali nette di intervistati; scala di destra: indice)



Fonti: indagine SESFOD, Eurex ed elaborazioni della BCE.

Nota: per l'indice Vstoxx è riportato il valore mediano nei periodi di segnalazione dell'indagine SESFOD.

Le serie storiche delle risposte raccolte sin dall'avvio dell'indagine nel marzo del 2013 forniscono una ricca base di valutazione delle variegate opinioni espresse dalle banche intervistate. La mappatura delle risposte qualitative in punteggi numerici permette di elaborare varie statistiche e di misurare i dati aggregati raccolti nell'ambito dell'indagine SESFOD¹⁵. In sintesi, la dispersione tra le banche intervistate sulle singole domande può essere aggregata a livello di edizione dell'indagine o per tema. Questo approccio può essere applicato anche a sottocategorie di rispondenti, generalmente suddivisi in base al paese di

¹⁵ Per riprendere l'esempio citato sopra, alla risposta "si sono considerevolmente inasprite" viene attribuito un punteggio numerico pari a + 2, alla risposta "si sono inasprite in una certa misura" un punteggio pari + 1, alla risposta "sono rimaste sostanzialmente invariate" un punteggio pari 0, all'affermazione "si sono allentate in una certa misura" un punteggio di -1 e alla voce "si sono allentate considerevolmente" il punteggio di -2.

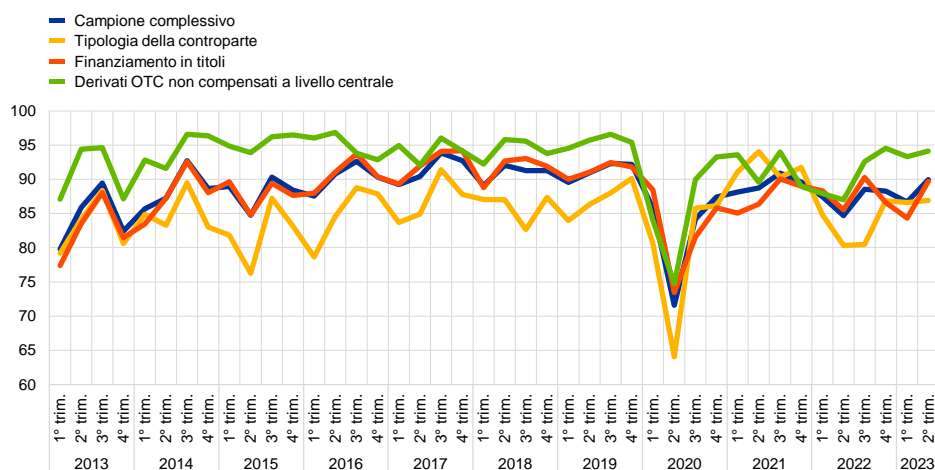
appartenenza o alla collocazione geografica della sede principale. Tale analisi è illustrata nella sezione 3.

Poiché la risposta più frequente è stata “sono rimaste sostanzialmente invariate”, le percentuali nette, come indicatori aggregati dei risultati dell’indagine, sono state spesso basate su un numero limitato di risposte da ciascun lato dello spettro di risposta. Per ciascuna indagine svolta dal 2013 a oggi, in media l’88 per cento degli intervistati ha risposto che le condizioni erano rimaste sostanzialmente invariate. Questa media è inferiore nel caso delle domande sulle condizioni di credito applicate alle controparti e più elevata per quelle sui derivati OTC non soggetti a compensazione (cfr. il grafico 2). Data la prevalenza di queste risposte in un gruppo relativamente ristretto di partecipanti, è necessario far sì che i risultati dell’indagine non siano sempre determinati da una sottocategoria di (singoli) intervistati o dal loro domicilio geografico.

Grafico 2

Risposte all’indagine SESFOD indicanti una sostanziale assenza di variazioni

(valori percentuali)



Fonti: indagine SESFOD ed elaborazioni della BCE.

Nota: per ciascuna edizione dell’indagine viene calcolata e riportata lungo l’asse temporale la media della percentuale di volte in cui la risposta alle 342 domande dell’indagine (o alle domande di una sottosezione del questionario) è stata “sono rimaste sostanzialmente invariate”.

3 Determinanti delle variazioni nelle risposte delle banche

Le risposte dei partecipanti differiscono maggiormente nel caso delle domande relative alle condizioni di prezzo piuttosto che in quelle riguardanti termini di altro genere (cfr. il pannello a) del grafico 3). Le risposte delle banche variano in base alle domande e all’area geografica di appartenenza. La deviazione standard per le risposte alle domande sulle condizioni di prezzo è superiore a quella delle risposte alle domande sui termini di altro genere. I termini e le condizioni del credito non riflettono solo valutazioni legate alla gestione del rischio di credito della controparte, ma anche considerazioni sulle disponibilità di bilancio, sulla liquidità del mercato, sulla pressione esercitata dalla concorrenza, ecc.; questi fattori vengono illustrati in maggior dettaglio nella sezione 5. Inoltre, i termini e le condizioni non

concernenti il prezzo concordati con controparti solide in relazione a operazioni o strumenti finanziari disciplinati da accordi previsti dall'Associazione internazionale per gli swap e gli strumenti derivati (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) vengono adeguati molto raramente.

Le risposte sono state più variegate tra gli intervistati con sede nell'area dell'euro che non tra quelli la cui sede principale era situata altrove (cfr. il pannello b) del grafico 3).

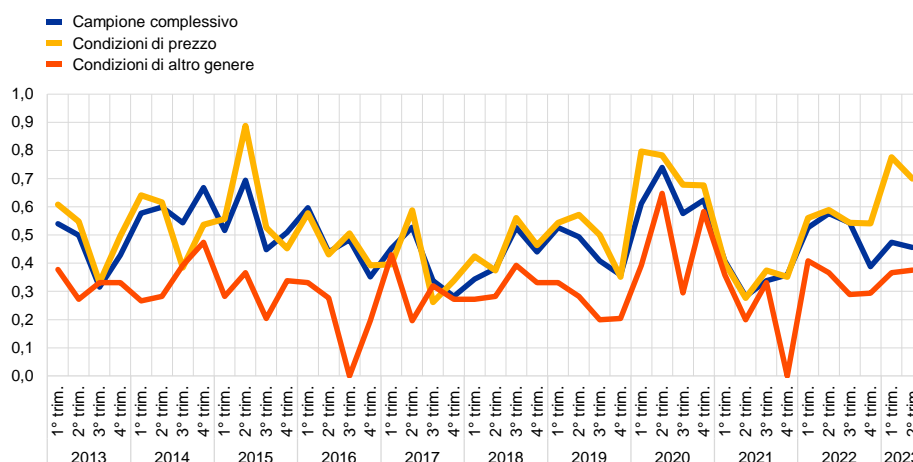
La scomposizione per paese mostra una persistente differenza in termini di dispersione all'interno delle varie categorie. I fattori più probabilmente all'origine di tale scarto sono differenze sotto il profilo della clientela e del pieno accesso alle linee di liquidità dell'Eurosistema. Per quanto riguarda le prime, le banche dell'area dell'euro si rivolgono a molte piccole e medie imprese (PMI), mentre i gruppi esterni all'area si concentrano su soggetti più grandi, clienti che operano su scala mondiale e che rientrano nel novero delle cosiddette "blue chip".

Grafico 3

Indicatore della dispersione delle risposte per tipo di condizioni studiate

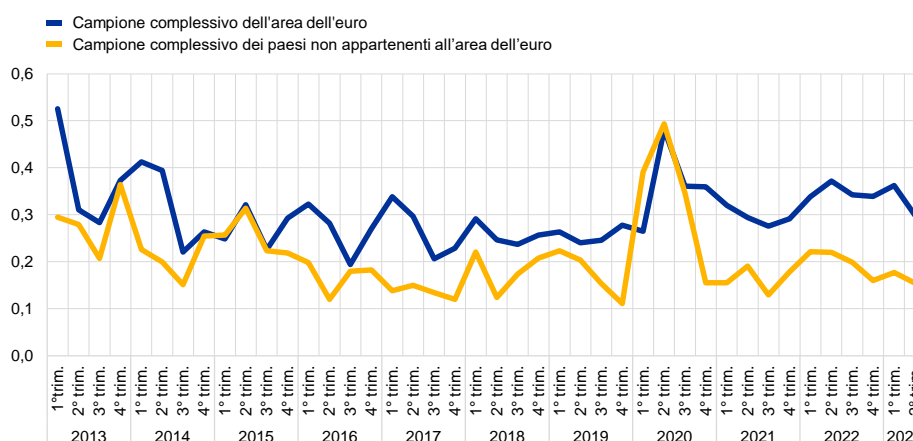
a) Condizioni di prezzo e di altro genere

(deviazione standard)



b) Domicilio

(deviazione standard)



Fonti: indagine SESFOD ed elaborazioni della BCE.

Note: le risposte delle singole banche interpellate a una determinata domanda vengono tradotte in punteggi numerici compresi tra -2 e +2. La deviazione standard viene poi calcolata utilizzando i punteggi numerici corrispondenti alle risposte di tutte le banche intervistate. Le deviazioni standard per sottocategorie di domande vengono quindi aggregate per un dato momento temporale rilevando la media.

4 Aspettative delle banche ed esiti effettivi

L'indagine SESFOD valuta le condizioni di credito applicate alle controparti con un approccio al tempo stesso prospettico e retrospettivo.

Per tutte le controparti e per determinate tipologie di esse, l'indagine SESFOD chiede agli intervistati di valutare le condizioni di credito complessive, quelle relative al prezzo e quelle di altro genere nei tre mesi precedenti e di esprimere le proprie aspettative in merito per i tre mesi successivi. Nella presente sezione viene esaminato il grado in cui le aspettative espresse dai partecipanti a livello individuale (micro) e aggregato (macro) possono fungere da indicatori anticipatori.

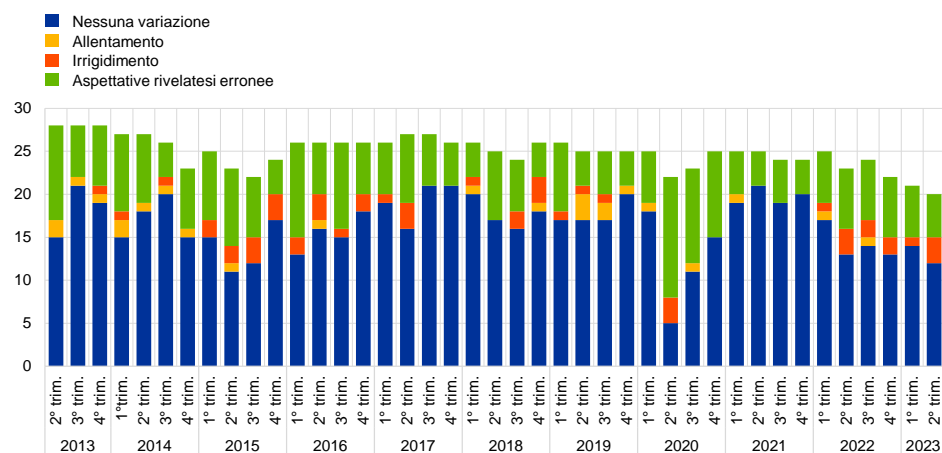
Per lo più le risposte dei singoli intervistati anticipano in maniera corretta l'assenza di variazioni nelle condizioni di credito, mentre solo raramente forniscono indicazioni attendibili circa futuri cambiamenti nell'orientamento di tali condizioni. Le anticipazioni che si sono poi rivelate erranee hanno più frequentemente riguardato le condizioni di prezzo che non quelle di altro genere: in media, gli intervistati hanno correttamente previsto che non si sarebbero verificate variazioni nelle condizioni di prezzo e di altro genere rispettivamente nel 67,7 e nell'83,7 per cento dei casi. Inoltre, le aspettative degli intervistati si sono rivelate in media sbagliate in termini di orientamento nel 28,5 per cento dei casi per quanto concerne le condizioni di prezzo e nel 14,2 per cento per le condizioni di altro genere. Le anticipazioni fornite circa eventuali variazioni nell'orientamento si sono invece mostrate più spesso corrette in relazione a un irrigidimento delle condizioni (nel 5,1 per cento dei casi per quanto riguarda le condizioni di prezzo e nel 2,1 per cento relativamente ai termini di altro genere) che non a un loro allentamento (2,4 e 0,9 per cento rispettivamente; cfr. in merito il grafico 4).

Grafico 4

Aspettative dei singoli intervistati ed esiti effettivi

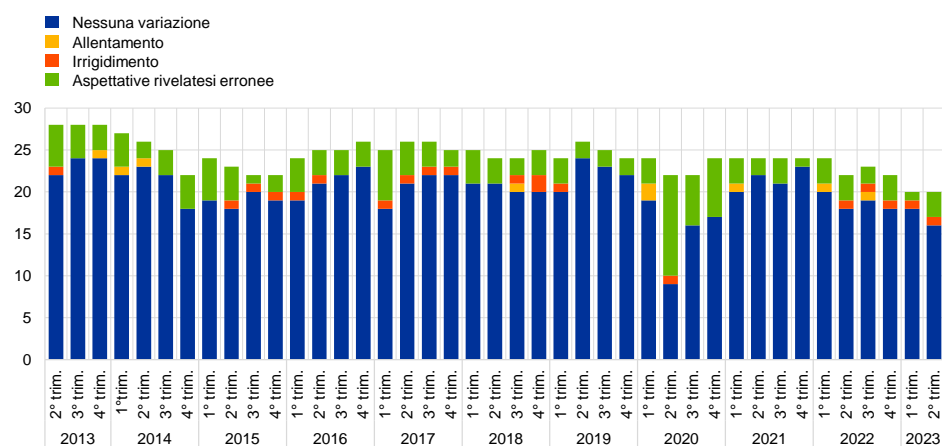
a) Condizioni di prezzo

(numero di risposte per orientamento e accuratezza)



b) Condizioni di altro genere

(numero di risposte per orientamento e accuratezza)



Fonti: indagine SESFOD ed elaborazioni della BCE.

Nota: le aspettative degli intervistati nel periodo precedente a quello esaminato sono valutate a fronte dell'effettivo orientamento registrato nel periodo in esame.

Le evidenze disponibili mostrano che le aspettative aggregate possono fungere regolarmente da indicatori anticipatori (cfr. il grafico 5).

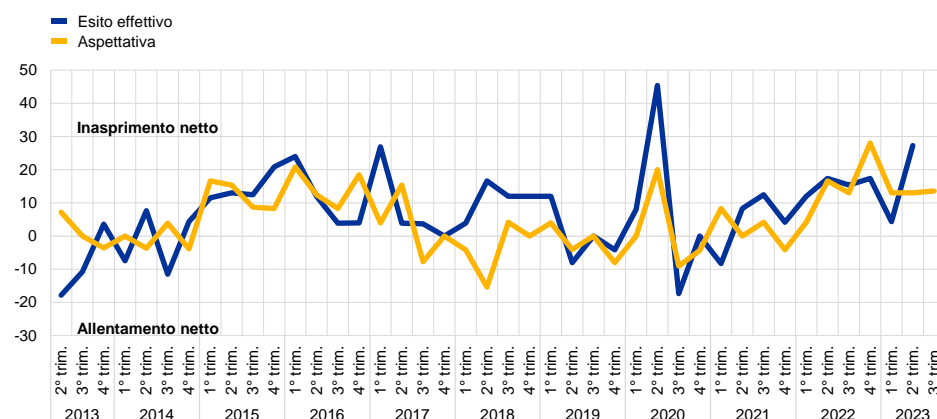
In forma aggregata le risposte raccolte, spesso definite come “saggezza della folla”, potrebbero compensare le inesattezze a livello individuale e garantire una maggiore accuratezza. In media, i partecipanti hanno correttamente previsto le condizioni di credito complessive per le diverse tipologie di controparti nel 76 per cento dei casi. Nel 24 per cento dei casi le loro aspettative non si sono concretizzate, senza tuttavia eccedere né nel senso di un allentamento né in quello di un irrigidimento. Nel 13 per cento dei casi le effettive condizioni del credito si sono inasprite meno del previsto, mentre nell'11 per cento si sono allentate meno del previsto. La correttezza di tali previsioni a livello aggregato potrebbe essere dovuta al fatto che le varie aspettative erranee a livello individuale si compensano a vicenda, o anche all'autorealizzarsi delle aspettative stesse e a fattori endogeni, giacché i partecipanti all'indagine SESFOD sono grandi operatori di mercato.

Grafico 5

Aspettative aggregate ed esiti effettivi: proprietà anticipatrici dell'indagine SESFOD

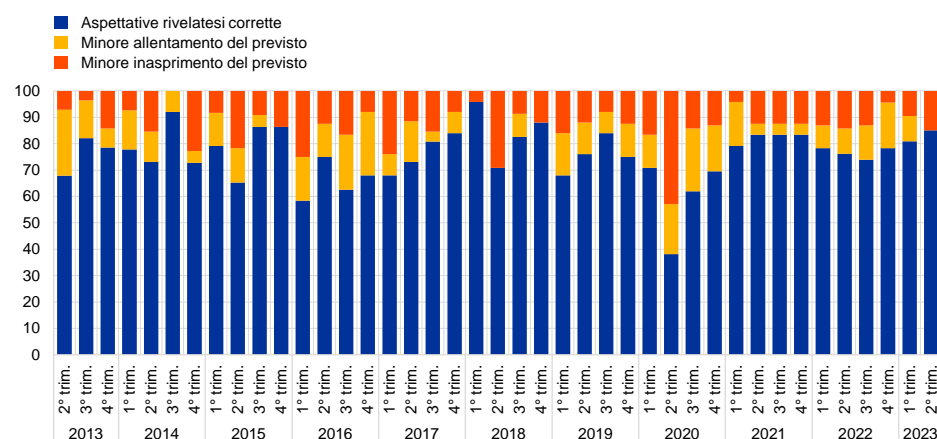
a) Serie temporali delle variazioni effettive e attese

(percentuale netta aggregata dei partecipanti all'indagine, associata al periodo d'indagine successivo per le variazioni attese)



b) Accuratezza delle aspettative

(valori percentuali)



Fonti: indagine SESFOD ed elaborazioni della BCE.

Note: la variazione effettiva è elaborata a partire dalle domande con cui gli operatori di mercato sono invitati a valutare la variazione delle condizioni complessive del credito nei tre mesi precedenti, mentre le aspettative sono ricavate chiedendo loro di indicare quali saranno tali condizioni nei tre mesi successivi.

5 Fattori alla base delle variazioni dei termini e delle condizioni di credito offerte alle controparti

Le risposte alle indagini possono rivelare una componente di ciclicità nell'importanza relativa delle determinanti dei termini e delle condizioni del credito oppure possono essere indicative di andamenti strutturali sottostanti del mercato. Agli intervistati viene chiesto di indicare i tre principali fattori all'origine dell'allentamento o dell'inasprimento delle condizioni di credito, a seconda dei casi, selezionandoli da un elenco di otto. Dall'analisi delle risposte fornite nel corso del tempo emerge che alcune di queste determinanti sono cicliche (ad esempio il ruolo della liquidità e del funzionamento del mercato in generale; cfr. il pannello a) del grafico 6). Al di là di questa ciclicità, il fatto che singole determinanti vengano regolarmente indicate come le ragioni più rilevanti di un inasprimento o di un

allentamento delle condizioni del credito può contribuire a individuare alcune tendenze strutturali dei mercati.

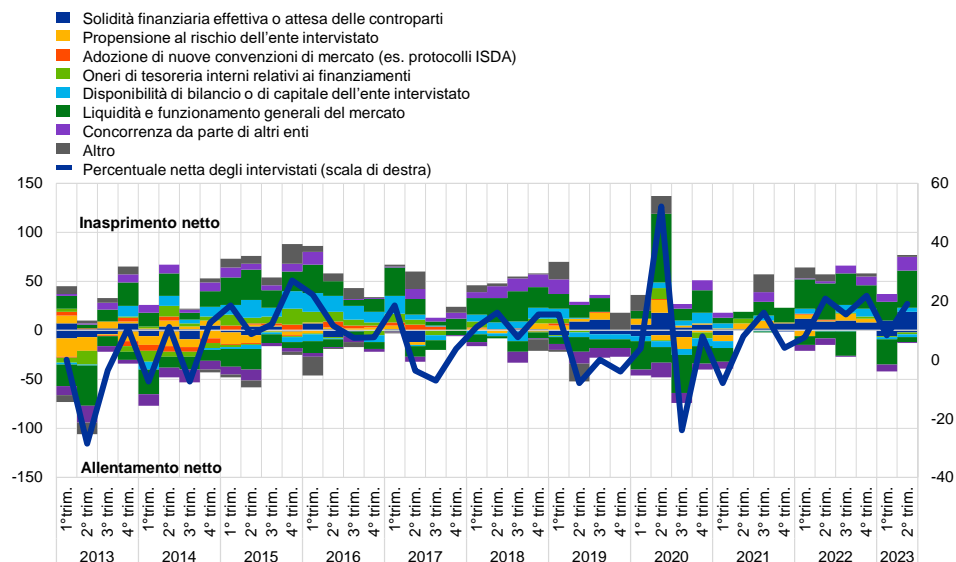
Da quando viene svolta l'indagine SESFOD la liquidità e il funzionamento generali del mercato, nonché la concorrenza da parte di altre istituzioni finanziarie sono stati spesso indicati come i principali fattori che influenzano le condizioni di prezzo e di altro genere. Da quanto viene svolta l'indagine, le banche intervistate hanno indicato spesso la liquidità e il funzionamento generali del mercato come la principale determinante di un allentamento o di un irrigidimento delle condizioni di prezzo e di altro tipo. Anche la concorrenza da parte di altre istituzioni finanziarie e le disponibilità di bilancio ricorrono frequentemente fra i fattori di rilievo (cfr. il pannello a) del grafico 6). Per quanto riguarda le condizioni di prezzo applicate alle transazioni con controparti costituite da banche e dealer, le risposte mostrano che i margini di bilancio e l'adozione di nuove convenzioni di mercato, in particolare durante le prime fasi di attuazione di Basilea III, sono state determinanti di peso nei primi anni di svolgimento dell'indagine. In linea con i risultati relativi a tutti i tipi di controparti, negli ultimi anni la liquidità e il funzionamento generali del mercato hanno avuto un impatto preponderante sulle condizioni di prezzo (cfr. il pannello b) del grafico 6).

Grafico 6

Determinanti delle condizioni di prezzo per tutte le controparti e per banche e dealer

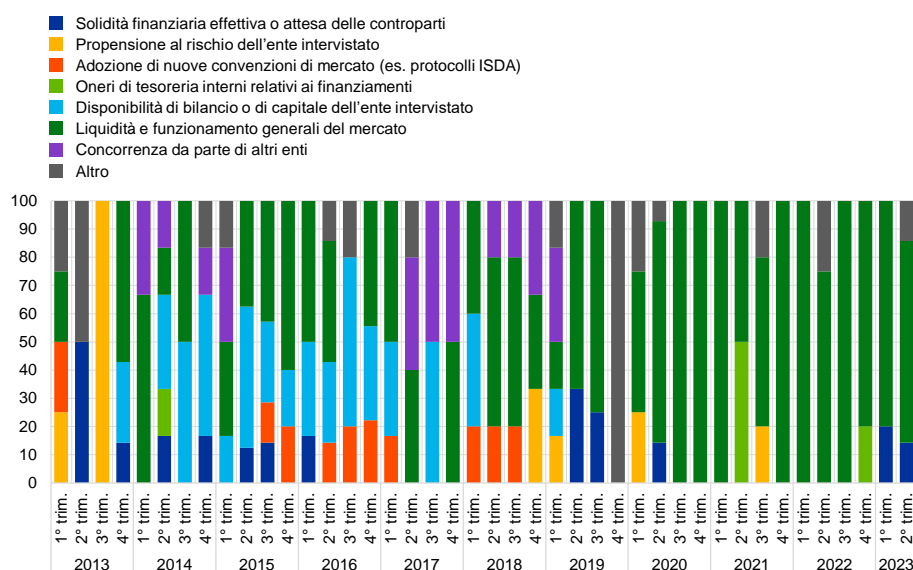
a) Tutte le controparti - determinanti dell'inasprimento e dell'allentamento

(scala di sinistra: numero di risposte per determinante; scala di destra: valori percentuali)



b) Banche e dealer - determinanti dell'inasprimento

(valori percentuali)



Fonti: indagine SESFOD ed elaborazioni della BCE.

6 Osservazioni conclusive

Nell'ambito dell'indagine SESFOD viene intervistato un campione ristretto ma rappresentativo di operatori di mercato. L'analisi delle risposte raccolte dall'avvio dell'indagine nel 2013 conferma l'opportunità dello svolgimento e dell'utilizzo dell'indagine stessa a fini di stabilità finanziaria (in quanto evidenzia un incremento dell'assunzione di rischi e dell'accumulo di leva finanziaria), di funzionamento del

mercato e di politica monetaria (poiché rileva le variazioni nelle condizioni di finanziamento).

- La scarsa frequenza delle variazioni, unitamente al fenomeno della “saggezza della folla” osservato in riferimento agli andamenti delle condizioni di prezzo e di altro genere riferite al credito, evidenziano il valore delle informazioni qualitative raccolte dall’indagine e la sua utilità per rilevare anticipatamente potenziali sviluppi sfavorevoli futuri.
- L’integrazione delle informazioni qualitative ricavate dall’indagine con i dati quantitativi trasmessi nell’ambito delle segnalazioni previste dalla normativa fornirà ulteriori elementi per la valutazione dei termini di credito nei mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli denominate in euro e dei derivati OTC non soggetti a compensazione, permettendo una migliore comprensione delle condizioni di finanziamento prevalenti nei mercati finanziari.

Riquadro 1

Struttura del mercato e rappresentatività del campione

a cura di Emanuele Franceschi, Piotr Kotlarz, Valentina Macchiati e Philippe Molitor

Il valore dell’indagine SESFOD per l’elaborazione delle strategie dipende dalla rappresentatività dei partecipanti all’indagine per i segmenti di mercato sottostanti. Al momento dell’avvio la BCE ha selezionato i partecipanti all’indagine SESFOD sulla base delle informazioni di bilancio e di mercato e dei riscontri forniti dalle autorità nazionali dell’UE. Il campione dei partecipanti è rimasto sostanzialmente stabile dall’avvio dell’indagine e comprende attualmente 27 grandi gruppi bancari con sede all’interno e all’esterno dell’area dell’euro. Il presente riquadro fornisce evidenze quantitative basate sulle segnalazioni previste dalla normativa ai sensi del regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (Securities Financing Transactions Regulation, SFTR) e del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) per convalidare tale selezione e la sua rappresentatività in termini di attività nei mercati del finanziamento tramite titoli denominati in euro e dei derivati OTC. Le informazioni e i dati sono utilizzati anche per illustrare l’importanza relativa dei diversi tipi di garanzie nei mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli e dei tipi di strumenti nei mercati dei derivati.

Mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli

La raccolta di dati a livello di singola operazione ai sensi del regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFTR) impone a qualsiasi entità con sede nell’UE che effettua tali operazioni di segnalarle ai repertori di dati sulle negoziazioni. Il citato regolamento include separatamente le operazioni pronti contro termine (repo) e di vendita e riacquisto (buy/sell back), le operazioni di prestito di titoli (securities lending), nonché il finanziamento con margini (margin lending). Esso fornisce pertanto una copertura quasi universale delle attività finanziarie degli operatori del mercato europeo nei segmenti di mercato compresi nel regolamento stesso.

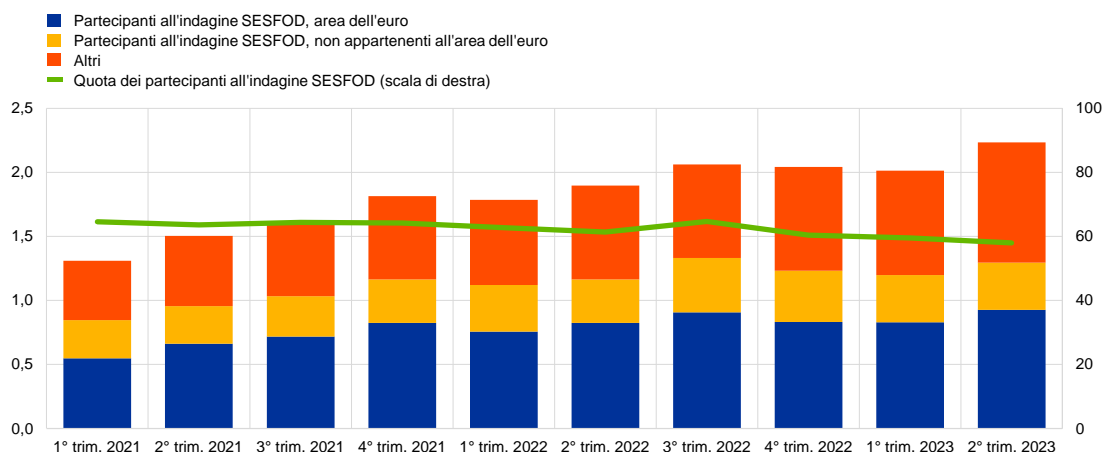
I gruppi bancari partecipanti all’indagine SESFOD prestano circa 1.300 miliardi di euro attraverso operazioni pronti contro termine e rappresentano circa il 60 per cento dell’intero mercato del finanziamento tramite operazioni di pronti contro termine denominate in euro (cfr. il grafico A). Tale quota si è mantenuta notevolmente stabile nei recenti periodi di riferimento dell’indagine, avvalorando la rappresentatività di tale campione nei mercati delle operazioni di finanziamento

tramite titoli. I partecipanti all'indagine SESFOD con sede nell'area dell'euro rappresentano circa il 70 per cento della presenza di mercato dei soggetti coinvolti nell'indagine e la loro percentuale è in lento aumento.

Grafico A

L'impronta dell'indagine SESFOD nel mercato europeo dei pronti contro termine è rilevante e stabile

(scala di sinistra: migliaia di miliardi di euro; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: archivio dei dati sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (Securities Financing Transactions Data Store, SFTDS), fondazione mondiale per l'identificazione delle persone giuridiche (Global Legal Entity Identifier Foundation, GLEIF), registro anagrafico delle istituzioni e delle entità affiliate (Register of Institutions and Affiliates Data, RIAD) del SEBC ed elaborazioni della BCE.

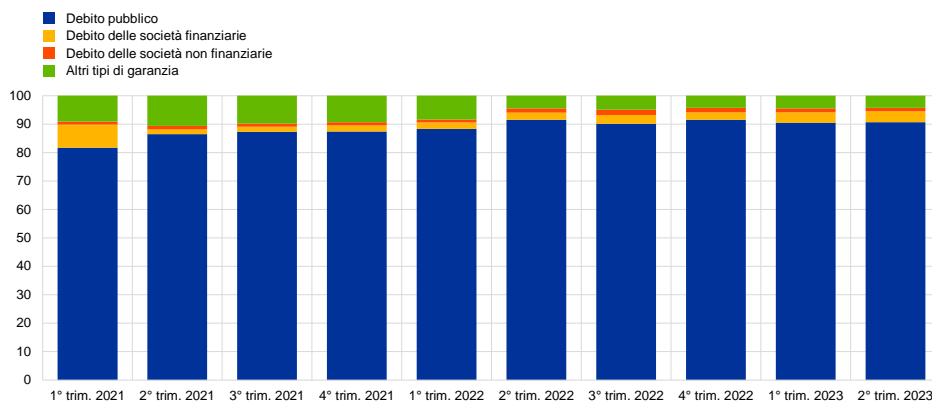
Note: i valori sono calcolati come mediani rispetto ai valori giornalieri nell'ambito di ciascun periodo di riferimento di tre mesi. I valori relativi ai partecipanti all'indagine SESFOD rappresentano quelli del loro intero gruppo bancario. La collocazione geografica avviene in base all'ubicazione della sede centrale di ciascun gruppo bancario. Il campione è limitato ai prestiti tramite contratti di pronti contro termine e di vendita e riacquisto a termine denominati in euro effettuati dai partecipanti all'indagine SESFOD e ai prestiti complessivi tramite pronti contro termine in euro segnalati ai sensi del regolamento SFTR.

Nella maggior parte dei casi, i partecipanti all'indagine forniscono liquidità a fronte di titoli del debito pubblico. Nelle operazioni di finanziamento garantite da titoli, le controparti scambiano fondi liquidi a fronte di una garanzia. Le entità o le banche che forniscono liquidità ricevono in cambio un titolo che si impegnano a rivendere alla scadenza del contratto di pronti contro termine. Nell'ambito del regolamento SFTR vengono raccolte informazioni dettagliate sulle garanzie delle operazioni di pronti contro termine (collateral). Per i partecipanti all'indagine SESFOD, il debito pubblico – emesso dalle amministrazioni centrali o da enti sovranazionali – è di gran lunga il tipo di garanzia più comune ed è utilizzato a copertura di circa il 90 per cento del totale delle operazioni di pronti contro termine per volume (cfr. il grafico B). Le garanzie sotto forma di titoli di debito emessi da società finanziarie o non finanziarie hanno un'importanza relativamente minore nel garantire le operazioni di finanziamento tramite titoli.

Grafico B

I partecipanti all'indagine SESFOD ricevono in garanzia soprattutto titoli di debito pubblico

(valori percentuali)



Fonti: archivio dei dati sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (Securities Financing Transactions Data Store, SFTDS), archivio centralizzato dei titoli (Centralised Securities Database, CSDB) ed elaborazioni della BCE.

Note: il debito pubblico comprende i titoli di debito delle amministrazioni pubbliche nazionali e sovranazionali, quello delle società finanziarie include le banche e le istituzioni finanziarie non bancarie, il debito delle società non finanziarie comprende le obbligazioni emesse da qualsiasi altra società. Gli altri tipi di garanzia comprendono i titoli relativi ad azioni, indici e tutte le attività residue. I valori rappresentano esclusivamente operazioni in cui i partecipanti all'indagine SESFOD forniscono liquidità a fronte di una garanzia. Le percentuali sono calcolate sul valore a pronti delle operazioni di pronti contro termine, ossia sulla liquidità fornita. I valori sono mediani a tre mesi rispetto ai valori giornalieri. Il campione è limitato ai prestiti di pronti contro termine e di vendita e riacquisto denominati in euro effettuati dai partecipanti all'indagine SESFOD e ai prestiti complessivi di pronti contro termine in euro segnalati ai sensi del regolamento SFTR.

Mercati dei derivati

Il regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) impone alle entità europee di segnalare le operazioni su strumenti derivati, sia quando avvengono bilateralmente (OTC) sia quando sono compensate da una controparte centrale (CCP). Ad esempio, le banche utilizzano i derivati per tutelarsi contro vari rischi; da qui l'ampia varietà di tipologie di tali strumenti, quali i derivati sulle oscillazioni dei tassi di cambio e dei tassi di interesse, sulla volatilità di materie prime e azioni o sul rischio di credito. Inoltre, alcune grandi banche forniscono alle istituzioni finanziarie non bancarie l'accesso al mercato dei derivati e operano in qualità di punti di ingresso per loro¹⁶.

Il mercato dei derivati è uno dei maggiori mercati finanziari ed è fondamentale per valutare la propensione al rischio. Con un ammontare nozionale lordo di oltre 120 mila miliardi di euro per il mercato europeo, esso è costituito principalmente da derivati sui tassi di interesse e sui tassi di cambio, la stragrande maggioranza dei quali negoziati dalle banche. L'EMIR quindi fa luce sulla propensione al rischio e sul potenziale accumulo di leva finanziaria sintetica nei mercati finanziari.

Le indagini SESFOD forniscono informazioni sui cambiamenti e sulle tendenze nei mercati OTC e sulle propensioni al rischio. Le informazioni, qualitative e indicative delle tendenze, provenienti dalle varie edizioni dell'indagine forniscono utili elementi riguardo all'accumulo dei rischi e alle preferenze in materia di modalità di compensazione. La combinazione tra informazioni sul comportamento effettivo provenienti dall'EMIR e informazioni qualitative fornite dall'indagine SESFOD consente una valutazione complessiva del mercato europeo degli strumenti derivati.

La rappresentatività dell'indagine SESFOD in materia di derivati è buona, pur con una certa eterogeneità. Nel primo trimestre del 2023 le operazioni effettuate dai partecipanti all'indagine si attestano in media a circa il 40 per cento dell'intero mercato europeo (cfr. il pannello a)

¹⁶ Cfr. la monografia "Key linkages between banks and the non-bank financial sector", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2023.

del grafico C). Come nel caso dei dati sulle operazioni di finanziamento tramite titoli, questa impronta tiene conto dell'intero assetto proprietario dei gruppi bancari, in quanto le società capofila effettuano solo occasionalmente operazioni in strumenti derivati, mentre sono più attive le succursali e le filiazioni situate in piazze finanziarie specializzate.

I partecipanti all'indagine SESFOD con sede nell'area dell'euro coprono una quota relativamente più ampia del mercato soggetto a compensazione. Ciò è forse dovuto al fatto che essi rappresentano la quota maggiore di banche europee nell'indagine, ma riflette anche le misure normative adottate a partire dal 2008. In effetti, l'impronta dell'indagine SESFOD nelle transazioni compensate a livello centrale è di circa l'8 per cento per le banche non europee, mentre per i gruppi bancari europei raggiunge una percentuale triplicata, che supera il 24 per cento, per un totale di oltre il 33 per cento. D'altro canto, l'indagine SESFOD copre oltre due terzi del mercato OTC, con una ripartizione del 24 per cento per le banche dell'area dell'euro e del 43 per cento per i gruppi esterni all'area.

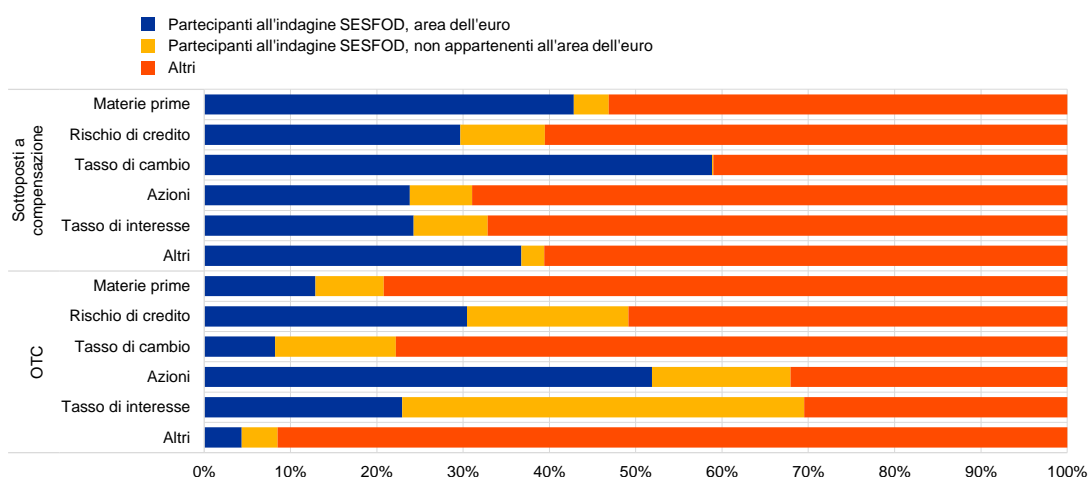
L'indagine SESFOD rappresenta il 45 per cento del mercato dei derivati sui tassi di interesse, il segmento più ampio. Con un ammontare nozionale lordo di poco inferiore a 119 mila miliardi di euro (cfr. il pannello b) del grafico C), i derivati sui tassi di interesse sono di gran lunga il segmento più ampio del mercato e le banche sono spesso operatori rilevanti a causa della loro naturale esposizione alle oscillazioni dei tassi. Sebbene la copertura sia più ampia per le transazioni OTC, quella complessiva indica una buona rappresentatività dei partecipanti all'indagine SESFOD. Infatti, il segmento con i peggiori risultati in termini di impronta è il residuo "Altri" nella porzione di grafico relativa alle transazioni OTC, che comprende i contratti negoziati con minore frequenza. In questo contesto, i partecipanti all'indagine SESFOD rappresentano intorno all'8 per cento di circa 250 miliardi di euro in termini di ammontare nozionale.

Grafico C

I partecipanti all'indagine SESFOD negoziano un numero relativamente esiguo di derivati

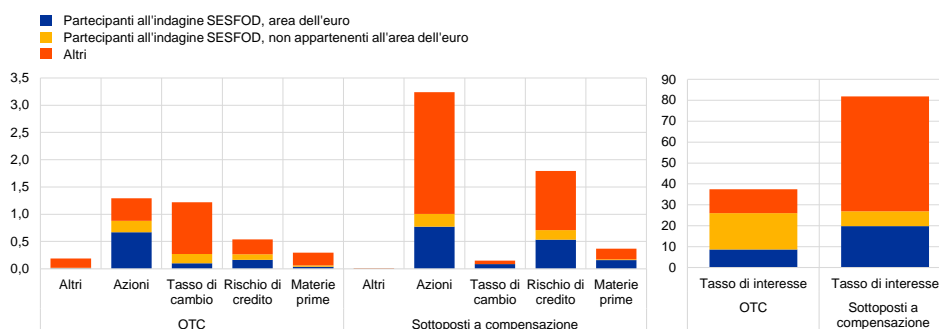
a) Quote di mercato relative per tipologia di derivato e gruppo di partecipanti

(valori percentuali)



b) Quote di mercato in termini assoluti per tipologia di derivato e gruppo di partecipanti

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (EMIR) ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori rappresentano gli importi nozionali lordi dei venditori per i partecipanti all'indagine SESFOD nel periodo dal 1° dicembre 2022 al 28 febbraio 2023. Si tratta di valori mediani di tre mesi calcolati su dati aggregati giornalieri per ciascuna sottocategoria. Il campione è limitato ai derivati denominati in euro venduti da partecipanti all'indagine SESFOD e ai derivati complessivi denominati in euro segnalati nell'EMIR nello stesso periodo.

Osservazioni conclusive

Le segnalazioni regolamentari confermano la rappresentatività delle indagini SESFOD. I dati SFTR ed EMIR consentono un'attenta analisi comparativa e il monitoraggio dell'impronta dei partecipanti alle indagini SESFOD, quasi in tempo reale. I risultati di questo esercizio sono preziosi e comprovano il valore strategico delle indagini SESFOD, in particolare per quanto riguarda le informazioni qualitative e non riferite ai prezzi. Il confronto tra le risposte prodotte nelle indagini e i dati effettivi può fornire indicazioni utili sugli effetti della propensione al rischio e delle aspettative sulle condizioni di prezzo effettive e può orientare le decisioni di policy.

Riquadro 2

Confronto tra le risposte alle indagini SESFOD e SCOOS sugli hedge fund

a cura di Simon Kördel e Philippe Molitor

Le informazioni richieste nell'indagine SESFOD rispecchiano in larga misura le domande presentate ai responsabili del credito nell'indagine a cura della Federal Reserve (Senior Credit Officer Opinion Survey, SCOOS) in merito alle condizioni di finanziamento applicate dai dealer per le operazioni denominate in dollari statunitensi, pur essendo adattate sotto alcuni aspetti alla situazione e alle esigenze dell'area dell'euro. Le rilevazioni di SESFOD e SCOOS sono allineate tra loro e con la raccomandazione del Comitato sul sistema finanziario globale (Committee on the Global Financial System, CGFS). Tuttavia, alcuni aspetti tengono in considerazione le situazioni regionali. Ad esempio, la selezione delle tipologie di controparti tiene conto del ruolo e delle dimensioni di specifici sottosectori finanziari attivi nei mercati, che rientrano rispettivamente nell'ambito di applicazione di SESFOD e SCOOS. Il presente riquadro confronta i risultati dell'indagine SESFOD con quelli della sua controparte statunitense, concentrandosi sulle condizioni di credito, nonché sull'effetto di leva finanziaria nel settore degli hedge fund.

Gli hedge fund hanno influenzato gli andamenti della leva finanziaria e l'assunzione di rischi nel sistema finanziario nel periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale. Il CSFG ha individuato quale punto cieco, per i responsabili delle politiche e gli analisti, la mancanza di informazioni sulle condizioni di finanziamento dei prestiti garantiti e dei derivati OTC, anche per quanto riguarda gli

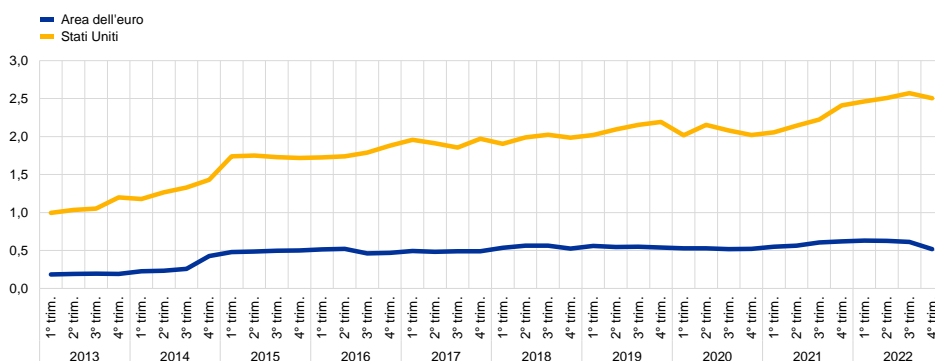
andamenti della leva finanziaria nel settore degli hedge fund¹⁷. Le informazioni qualitative fornite da SESFOD e SCOOS sono essenziali per individuare i segnali di allerta precoce riguardanti lo sviluppo di vulnerabilità.

Gli hedge fund svolgono un ruolo di maggior rilievo negli Stati Uniti rispetto al sistema finanziario dell'area dell'euro. Sebbene dall'introduzione dell'indagine SESFOD le attività totali gestite dagli hedge fund dell'area dell'euro siano quasi triplicate fino a circa 520 miliardi di euro, il settore degli hedge fund nell'area è ancora relativamente modesto rispetto agli Stati Uniti che detengono attività gestite per 2.500 miliardi di euro (cfr. il grafico A)¹⁸.

Grafico A

Attività totali degli hedge fund negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, BCE ed elaborazioni della BCE.

Condizioni inerenti e non inerenti al prezzo offerte agli hedge fund

Le condizioni inerenti e non inerenti al prezzo offerte agli hedge fund, secondo quanto segnalato dai partecipanti alle indagini SESFOD e SCOOS, hanno mostrato nel complesso andamenti simili, con una tendenza a condizioni di credito più favorevoli negli Stati Uniti nel periodo compreso tra il 2016 e il 2019 (cfr. il grafico A). Le condizioni inerenti e non inerenti al prezzo delle controparti degli hedge fund riportati nelle indagini SESFOD e SCOOS si sono generalmente mosse in linea le une con le altre dall'avvio del SESFOD nel 2013. Negli anni tra il 2016 e il 2019, i partecipanti all'indagine SCOOS hanno segnalato condizioni inerenti e non inerenti al prezzo più agevolate rispetto alle loro controparti nell'indagine SESFOD. Ciò va considerato nel contesto di condizioni finanziarie complessivamente più distese negli Stati Uniti durante tale periodo.

¹⁷ Cfr. Committee on the Global Financial System, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 36, BRI, marzo 2010.

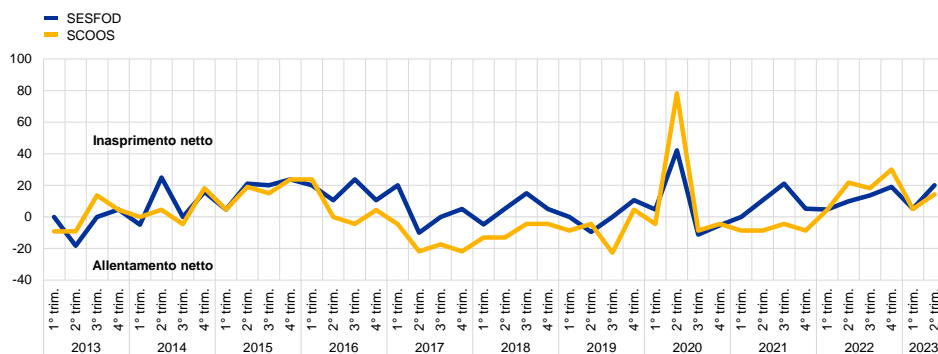
¹⁸ Il fatto che le attività degli hedge fund europei rappresentino solo una frazione di quelli statunitensi non cambia se si considerano le attività totali del settore degli hedge fund britannici. Anche gli hedge fund con sede nel Regno Unito effettuano transazioni finanziarie o in mercati che rientrano nell'ambito di applicazione dell'indagine SESFOD. In particolare, nelle loro risposte, i partecipanti all'indagine SESFOD non appartenenti all'area dell'euro riflettono gli andamenti di tali operazioni.

Grafico B

Condizioni inerenti e non inerenti al prezzo per le controparti degli hedge fund nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

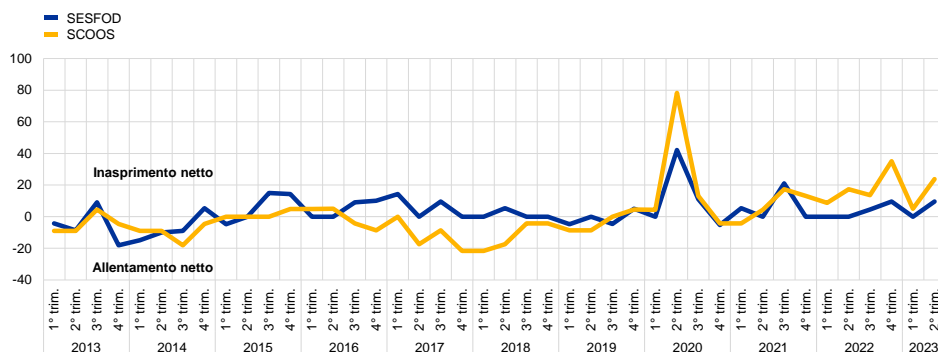
a) Condizioni inerenti al prezzo

(percentuale netta dei partecipanti alle indagini)



b) Condizioni non inerenti al prezzo

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System, BCE ed elaborazioni della BCE.

Utilizzo e disponibilità della leva finanziaria

Le due indagini includono anche domande sulla disponibilità e sull'utilizzo della leva finanziaria da parte degli hedge fund. Oltre alle domande relative alle condizioni di credito nei mercati delle operazioni di finanziamento tramite titoli e dei derivati OTC, le indagini SESFOD e SCOOS includono anche domande relative all'uso della leva finanziaria da parte di alcune controparti, in particolare gli hedge fund, nonché alla disponibilità della leva finanziaria per gli hedge fund. Tali informazioni possono essere utilizzate per individuare i segnali di allerta precoce riguardanti lo sviluppo di vulnerabilità e l'accumulo di leva finanziaria.

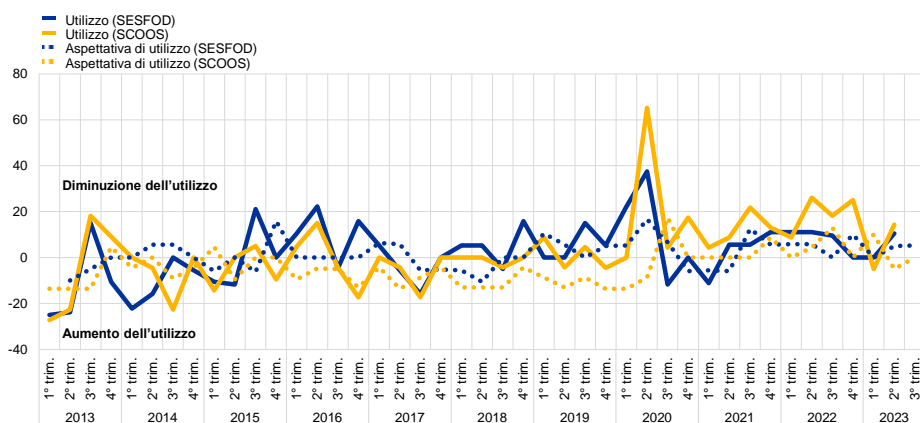
La leva finanziaria disponibile (e inutilizzata) degli hedge fund mostra alcune proprietà di indicatore anticipatore circa il suo utilizzo futuro (cfr. il grafico C). La disponibilità di leva finanziaria non utilizzata segnalata dai partecipanti alle indagini può essere interpretata come un'aspettativa che tale leva sarà utilizzata in futuro. Ciò può servire da indicatore anticipatore. Dall'avvio dell'indagine SESFOD, la disponibilità e l'utilizzo della leva finanziaria segnalati dai partecipanti a entrambe le indagini si sono sviluppati in modo sostanzialmente analogo, ad eccezione degli anni successivi all'inizio della pandemia di COVID-19, durante i quali i partecipanti all'indagine SCOOS hanno segnalato una diminuzione dell'uso della leva finanziaria fino all'inizio del 2023, mentre i

partecipanti all'indagine SESFOD hanno già segnalato un maggiore ricorso alla leva finanziaria nel terzo trimestre del 2020.

Grafico C

Disponibilità della leva finanziaria (inutilizzata) per gli hedge fund quale aspettativa di utilizzo effettivo della leva finanziaria

(valori percentuali)



Fonti: indagini SESFOD e SCOOS ed elaborazioni della BCE.

Note: la disponibilità della leva finanziaria (inutilizzata) per gli hedge fund è indicata come un'aspettativa di utilizzo di quest'ultima nel periodo di riferimento successivo (ad esempio, le aspettative sui valori di utilizzo nel secondo trimestre sono i valori relativi alla disponibilità della leva finanziaria (inutilizzata) nel primo trimestre). La percentuale netta è definita come la differenza tra la percentuale di intervistati che hanno segnalato una "notevole diminuzione" o una "lieve diminuzione" e quella di coloro che hanno riferito un "moderato incremento" e un "notevole incremento".

Osservazioni conclusive

Il confronto tra i risultati delle indagini SESFOD e SCOOS per gli hedge fund mostra l'esistenza di andamenti analoghi negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. I risultati confermano la validità dell'uso delle informazioni qualitative provenienti dalle indagini per l'analisi dei potenziali canali di propagazione per andamenti di mercato e rischi sistemici.

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:	https://data.ecb.europa.eu
Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Le definizioni metodologiche sono consultabili nella sezione "Methodology" del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,2	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,2	8,1	5,6	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	3,3	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 3° trim.	1,4	0,8	-0,1	-0,3	3,2	0,3	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	0,8	2,2	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
2° trim.	.	0,5	0,2	1,2	0,8	0,1	.	.	4,0	8,4	3,3	1,1	6,2
2023 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	2,9	5,5
lug.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,2	6,8	3,3	2,6	5,3
ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni ¹⁾		
	Indice composito dei responsabili degli acquisti						Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,0	-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.	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	-0,2	-0,2	-0,1
3° trim.	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,6	0,5	-0,4	1,6
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.	51,0	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,2	0,6	1,8
ago.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	1,0	-0,4	2,5
set.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,5	-0,4	1,6
ott.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	-0,1	-0,8	0,7
nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-0,9	-1,3	-0,4
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 ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2020	11.515,7	11.103,4	5.951,3	2.579,5	2.524,0	1.227,9	687,0	602,3	48,6	412,3	5.224,9	4.812,6
2021	12.418,2	11.921,6	6.336,6	2.730,5	2.707,6	1.374,7	760,0	566,0	147,0	496,6	6.148,5	5.651,9
2022	13.427,3	13.188,5	7.053,6	2.886,7	2.997,5	1.547,3	843,2	599,4	250,6	238,8	7.404,8	7.166,0
2022 3° trim.	3.375,9	3.349,0	1.794,0	723,9	760,9	390,2	215,7	153,1	70,2	26,8	1.912,5	1.885,6
4° trim.	3.440,8	3.369,4	1.823,9	741,3	768,4	393,8	218,1	154,5	35,8	71,4	1.901,5	1.830,1
2023 1° trim.	3.506,9	3.372,0	1.849,6	737,2	778,3	402,1	221,8	152,4	7,0	134,9	1.893,0	1.758,2
2° trim.	3.553,9	3.406,4	1.866,8	749,9	784,4	402,9	224,1	155,4	5,2	147,5	1.869,0	1.721,5
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,2	52,5	21,5	22,3	11,5	6,3	4,5	1,9	1,8	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 3° trim.	0,3	0,9	0,9	0,0	0,9	-1,0	2,7	3,0	-	-	1,2	2,5
4° trim.	-0,1	-0,6	-0,7	0,5	-0,2	-0,6	-0,3	0,8	-	-	-0,3	-1,4
2023 1° trim.	0,1	-0,7	0,0	-0,6	0,3	1,0	1,3	-2,4	-	-	0,0	-1,3
2° trim.	0,1	0,6	0,0	0,2	0,3	-0,2	0,2	1,6	-	-	-0,7	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,1	-6,3	-4,0	-11,9	-3,8	-	-	-9,0	-8,4
2021	5,6	4,4	4,1	4,1	3,4	5,8	8,5	-7,3	-	-	11,1	8,7
2022	3,3	3,6	4,3	1,3	2,8	1,8	4,6	2,8	-	-	7,0	7,9
2022 3° trim.	2,3	3,4	2,3	0,4	4,6	1,3	8,4	7,4	-	-	7,6	10,4
4° trim.	1,7	1,2	1,3	0,6	0,9	0,2	6,5	-3,9	-	-	4,2	3,1
2023 1° trim.	1,1	0,6	1,4	-0,4	1,9	-0,7	5,0	4,0	-	-	2,6	1,7
2° trim.	0,5	0,2	0,2	0,1	1,3	-0,9	4,0	2,9	-	-	0,2	-0,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 3° trim.	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,6	-	-
4° trim.	-0,1	-0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,3	0,5	-	-
2023 1° trim.	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
2° trim.	0,1	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-	-
2021	5,6	4,4	2,2	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,4	0,4	1,4	-	-
2022	3,3	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	-0,2	-	-
2022 3° trim.	2,3	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,5	0,3	1,0	-0,9	-	-
4° trim.	1,7	1,1	0,7	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,6	-	-
2023 1° trim.	1,1	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,5	-	-
2° trim.	0,5	0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	0,2	-	-

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
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2020	10.377,2	176,6	2.010,0	550,4	1.804,6	546,4	486,2	1.210,8	1.202,5	2.066,9	322,9	1.138,4
2021	11.135,6	184,9	2.207,8	588,6	2.006,4	594,8	516,7	1.245,7	1.290,8	2.163,9	335,9	1.282,6
2022	12.088,5	215,4	2.439,5	649,2	2.315,7	630,2	528,3	1.297,0	1.389,3	2.254,8	369,2	1.338,7
2022 3° trim.	3.040,5	56,0	609,8	163,2	590,0	159,3	131,9	323,7	349,0	564,6	93,1	335,4
4° trim.	3.117,5	56,4	634,3	167,6	597,3	160,7	139,0	333,4	358,2	576,8	93,8	323,3
2023 1° trim.	3.180,0	56,0	659,7	176,4	602,0	163,6	144,1	341,1	363,7	577,1	96,3	326,9
2° trim.	3.215,7	54,0	661,5	179,4	607,7	167,2	146,9	346,1	369,0	586,0	97,9	338,2
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,4	10,7	11,5	18,7	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 3° trim.	0,4	0,7	0,5	-1,2	0,7	1,7	0,3	-0,2	0,5	0,5	1,3	-0,7
4° trim.	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,2	0,0
2023 1° trim.	0,1	1,0	-1,1	2,1	0,1	1,2	-0,9	0,8	0,6	-0,1	2,7	-0,7
2° trim.	0,0	-1,1	-0,3	-0,5	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,3	0,1	0,6	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,0	-0,7	-6,1	-5,0	-14,0	2,1	-0,7	-0,8	-5,6	-2,8	-18,1	-7,1
2021	5,5	0,4	8,6	2,6	7,4	8,6	5,4	1,9	6,1	3,3	4,2	6,5
2022	3,5	0,0	1,5	1,3	7,7	5,7	-0,1	1,8	4,6	1,7	11,9	2,2
2022 3° trim.	2,6	0,3	1,8	0,7	4,5	7,1	-0,7	1,3	3,7	1,1	6,8	0,2
4° trim.	2,0	-0,2	1,4	-0,2	2,7	4,1	0,4	1,0	3,0	1,9	6,9	-0,9
2023 1° trim.	1,6	1,4	-0,2	1,0	2,4	5,4	-0,2	1,3	2,1	1,1	7,1	-2,4
2° trim.	0,5	0,7	-1,1	0,3	-0,1	4,6	-0,4	0,7	1,6	0,7	3,4	0,0
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 3° trim.	0,4	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 1° trim.	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,5	0,0	1,7	0,2	1,3	0,5	0,3	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	0,5	0,3	0,4	-
2022 3° trim.	2,6	0,0	0,4	0,0	0,8	0,4	0,0	0,1	0,4	0,2	0,2	-
4° trim.	2,0	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	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-
2° trim.	0,5	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,757	3,5	12,963	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 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
2° trim.	.	.	.	6,4	.	.	5,6	.	13,9	.	6,1	.	6,7	3,0
2023 feb.	-	-	11,181	6,6	-	8,952	5,8	2,229	14,1	5,625	6,2	5,556	7,0	-
mar.	-	-	11,078	6,5	-	8,868	5,8	2,210	14,0	5,570	6,2	5,507	6,9	-
apr.	-	-	11,047	6,5	-	8,833	5,7	2,214	13,9	5,566	6,2	5,481	6,9	-
mag.	-	-	10,970	6,5	-	8,736	5,7	2,233	14,0	5,515	6,1	5,455	6,8	-
giu.	-	-	10,871	6,4	-	8,678	5,6	2,194	13,8	5,507	6,1	5,364	6,7	-
lug.	-	-	10,944	6,4	-	8,738	5,7	2,206	13,8	5,559	6,2	5,385	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 ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
in perc. del totale nel 2015	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	-5,4	-0,8	3,7	-2,2	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 1° trim.	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	5,8	-1,7	11,1	12,5	12,3	-12,3
2° trim.	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,0	-2,7	3,0	7,7	13,2	-16,2
3° trim.	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,6	3,2	9,1	1,5
4° trim.	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,6	-5,0	-1,6	3,0	6,2	15,3
2023 feb.	1,7	2,5	-5,1	9,6	3,3	-4,4	2,0	-2,3	-4,6	-0,7	0,4	4,2	11,6
mar.	-1,5	-1,0	-4,6	-1,9	5,4	-6,4	-0,9	-3,3	-6,1	-1,5	1,8	4,7	30,8
apr.	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,7	-8,1	0,2	-2,8	-4,5	-1,2	-3,1	3,2	19,4
mag.	-2,4	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,3	-2,9	-1,5	-1,5	4,5	20,3
giu.	-1,1	-0,4	-6,3	4,7	-0,5	-7,3	-0,3	-1,0	-2,7	0,6	-1,8	3,4	19,0
lug.	-2,2	-1,8	-5,0	0,4	-1,2	-5,7	.	-1,0	-2,2	1,1	-3,4	.	16,5

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2023 feb.	1,8	1,3	0,8	1,8	1,6	0,8	2,1	-0,1	-0,4	0,1	-1,3	0,6	3,4
mar.	-4,5	-5,1	-1,1	-15,4	-1,1	-1,1	-1,9	-0,4	-0,8	-0,7	0,4	0,9	-1,2
apr.	1,3	1,9	-0,7	15,3	-2,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,2	0,3	-2,3	0,4	-1,2
mag.	0,1	0,1	0,4	1,1	0,2	-2,2	0,2	0,6	0,3	0,4	0,5	1,7	-0,2
giu.	0,4	0,9	-1,0	-0,3	-1,3	0,4	-1,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	-0,5	1,7
lug.	-1,1	-2,1	0,2	-2,7	0,6	1,6	.	-0,2	0,4	0,5	-1,2	.	3,7

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	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	1,9	81,7	-27,0	2,9	-6,8	7,6	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	95,3	-0,9	81,4	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 1° trim.	99,2	0,1	81,3	-19,6	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
2° trim.	96,8	-5,2	80,7	-17,0	-0,8	-4,0	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
2023 mar.	98,8	-0,8	-	-19,1	0,9	-1,8	8,9	-	47,3	50,4	55,0	53,7
apr.	98,8	-2,9	81,2	-17,5	0,7	-0,9	9,6	89,9	45,8	48,5	56,2	54,1
mag.	96,3	-5,3	-	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
giu.	95,2	-7,3	-	-16,1	-2,6	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
lug.	94,5	-9,3	80,2	-15,1	-3,6	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
ago.	93,3	-10,3	-	-16,0	-5,2	-5,0	3,9	-	43,5	43,4	47,9	46,7

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,4	-0,1	4,2	-1,7	5,6	4,8	46,0	24,6	78,7	3,7	-12,0	2,6
2021	17,5	95,6	1,6	3,7	17,4	8,0	8,2	48,6	26,6	76,5	5,5	7,5	3,5
2022	13,5	93,0	-0,1	2,6	12,4	1,5	6,9	48,7	23,8	72,1	2,9	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 ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 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
2° trim.	1.362,0	1.315,8	46,2	737,7	660,0	326,0	309,4	255,4	262,4	42,9	84,0	20,4	14,4
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.	432,5	430,0	2,5	231,8	215,5	107,6	104,4	79,7	82,5	13,4	27,7	6,4	5,7
mag.	460,8	452,9	7,9	249,8	227,9	109,8	104,1	86,4	94,1	14,8	26,8	5,2	4,0
giu.	468,7	432,9	35,8	256,0	216,7	108,6	100,9	89,3	85,7	14,7	29,5	8,9	4,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2023 giu.	5.456,3	5.465,3	-9,0	2.992,2	2.911,7	1.280,6	1.196,3	1.015,3	1.027,3	168,3	329,9	138,7	97,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2023 giu.	39,3	39,4	-0,1	21,6	21,0	9,2	8,6	7,3	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 ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2022 3° trim.	20,2	47,6	729,8	365,5	133,5	217,0	588,4	859,7	531,0	117,3	168,8	534,1	108,1
4° trim.	14,9	20,2	733,4	361,2	139,8	221,2	605,7	796,2	481,6	114,1	170,0	517,6	97,1
2023 1° trim.	8,6	0,4	722,3	346,2	137,6	224,0	597,0	722,8	425,0	113,3	160,5	500,5	77,7
2° trim.	-1,9	-14,3	708,6	.	.	.	588,1	703,8	.	.	.	498,1	.
2023 gen.	11,1	10,2	239,6	115,0	45,0	74,1	197,2	251,5	149,4	39,1	53,7	169,0	30,1
feb.	7,6	1,5	241,2	115,6	45,8	75,9	199,3	242,0	143,0	37,4	54,3	168,3	24,4
mar.	7,5	-8,8	241,5	115,6	46,8	74,0	200,5	229,3	132,6	36,8	52,5	163,2	23,2
apr.	-3,6	-11,8	233,2	109,0	47,0	72,0	193,3	241,1	141,1	37,7	55,5	168,9	25,5
mag.	-2,6	-13,1	238,3	109,9	49,3	72,9	196,3	238,0	138,1	39,0	55,6	169,1	24,2
giu.	0,3	-17,7	237,2	.	.	.	198,4	224,6	.	.	.	160,2	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2022 3° trim.	2,8	14,9	106,5	104,8	105,9	114,5	106,3	124,0	121,8	123,7	121,0	122,8	140,4
4° trim.	1,5	3,6	107,2	104,0	109,7	114,6	106,9	119,8	116,2	120,3	121,6	120,6	144,8
2023 1° trim.	1,5	-1,3	106,3	102,0	105,6	117,0	106,0	114,8	111,6	119,8	115,9	117,3	142,7
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 dic.	-1,1	-3,4	105,6	101,0	108,0	115,7	105,3	117,2	114,2	113,4	120,1	116,8	147,0
2023 gen.	2,8	4,1	105,9	102,0	103,9	117,1	104,7	117,9	114,9	122,4	117,1	118,4	151,7
feb.	-0,4	-0,5	106,8	101,5	105,8	118,9	106,7	117,3	114,3	118,8	117,5	118,5	144,6
mar.	2,2	-6,8	106,2	102,5	107,2	115,1	106,4	109,3	105,7	118,4	113,1	114,9	131,7
apr.	-6,1	-4,3	103,0	98,5	107,2	112,3	103,2	119,1	115,4	124,7	119,2	121,7	158,7
mag.	-3,3	-4,6	106,4	100,0	111,5	114,9	107,0	118,9	114,5	125,9	120,5	122,0	151,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni 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											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2022 3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	2,8	2,0	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	0,8	3,3	2,7	1,7	-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 mar.	122,3	6,9	5,7	8,1	5,1	0,3	0,9	2,2	0,2	-2,2	0,4	7,0	5,9	
apr.	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,9	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	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7	
lug.	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3	
ago. ³⁾	124,1	5,3	5,3	.	5,5	0,6	0,4	-0,2	0,4	3,2	0,2	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
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 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
lug.	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
ago. ³⁾	9,8	10,4	7,8	.	4,8	-3,3	.	.	.	.	.	.

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) Stima preliminare.

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	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 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
2022 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	.
2023 2° trim.	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,5	6,5	-13,1	6,4	.	.
2023 feb.	156,5	12,7	9,9	10,3	9,4	7,4	14,6	18,3	8,7	15,8	-	-	-
2023 mar.	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
2023 apr.	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
2023 mag.	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,3	6,4	-13,5	-	-	-
2023 giu.	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,0	5,9	-16,4	-	-	-
2023 lug.	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,1	2,8	2,2	1,6	3,7	5,8	7,9	59,8	29,6	21,5	37,2	29,1	22,2	37,1
2022	114,6	4,6	6,8	6,8	4,3	7,7	12,7	17,6	95,0	18,1	29,0	9,0	19,2	28,2	9,9
2022 3° trim.	115,0	4,6	7,5	7,5	4,9	7,7	13,6	19,8	98,3	14,4	30,0	1,5	14,7	26,9	2,3
2022 4° trim.	117,3	5,7	6,9	8,6	6,1	7,4	10,2	12,8	86,6	5,3	13,8	-2,3	4,9	12,2	-3,1
2023 1° trim.	119,4	6,2	5,5	7,9	4,5	6,4	5,5	3,9	75,8	-10,5	-5,3	-15,1	-11,3	-6,5	-16,4
2023 2° trim.	120,9	6,2	4,0	6,8	4,9	4,6	0,5	-3,7	71,6	-18,1	-16,0	-20,3	-18,4	-16,1	-21,3
2023 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-17,9	-13,3	-22,1	-18,2	-13,6	-23,2
2023 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,1	-14,8	-23,1	-19,2	-14,8	-24,2
2023 mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,7	-19,4	-17,6	-21,7
2023 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-16,0	-15,6	-16,5	-16,6	-15,7	-17,6
2023 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-14,3	-14,4	-14,2	-15,6	-15,2	-16,2
2023 ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,5	-16,8	-16,1	-17,0	-16,2	-18,0

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
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	54,7	27,7	40,9	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	40,2	51,7	29,0	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 1° trim.	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2° trim.	7,5	30,1	18,1	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
2023 mar.	17,8	41,3	23,5	21,4	78,6	46,8	68,5	53,4	59,8
apr.	11,5	34,8	19,6	15,3	78,3	44,0	67,2	51,6	58,7
mag.	6,5	30,1	18,7	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
giu.	4,4	25,3	16,1	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
lug.	3,4	23,4	16,5	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
ago.	3,6	22,8	16,7	6,0	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,7	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,3	1,2	1,4	0,8	1,1	1,5	1,3
2022	105,8	4,4	3,7	6,6	4,8	3,7	2,9
2022 2° trim.	102,4	3,5	2,7	5,7	3,7	3,2	3,0
3° trim.	113,8	5,6	5,0	7,4	5,6	5,6	3,1
2023 1° trim.	103,0	5,0	4,6	6,1	5,3	4,5	4,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	4,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html).

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2020	110,2	4,5	-0,4	2,0	4,8	7,5	-0,1	1,0	1,2	3,6	6,3	17,0
2021	110,0	-0,2	2,0	-4,0	5,3	-1,4	1,5	-1,3	4,1	1,3	1,0	-0,6
2022	113,6	3,3	4,6	3,3	5,7	1,8	3,4	3,7	5,0	3,5	3,4	-3,5
2022 3° trim.	113,9	3,3	4,3	2,0	5,9	2,1	2,4	3,6	6,4	3,6	3,8	-1,1
4° trim.	116,3	4,7	5,3	3,1	7,2	4,3	4,1	3,5	4,4	5,1	4,8	-1,1
2023 1° trim.	118,9	6,0	3,6	7,4	5,0	6,5	4,4	6,4	5,1	6,7	4,2	-0,4
2° trim.	119,7	6,5	3,5	7,6	5,7	8,2	4,9	5,7	5,8	6,4	5,4	2,9
Redditi per occupato												
2020	107,0	-0,4	1,5	-2,4	-1,2	-4,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	2,3	-1,1
2021	111,2	3,9	2,3	4,5	4,6	5,4	5,2	3,0	5,0	4,3	2,1	2,7
2022	116,0	4,3	5,0	3,5	3,7	6,1	3,3	3,6	3,8	5,1	3,5	6,2
2022 3° trim.	116,4	3,8	5,2	2,5	3,3	4,6	3,1	3,2	3,8	4,9	3,4	4,8
4° trim.	118,4	4,9	6,0	3,5	4,6	5,3	3,7	3,5	2,2	6,0	5,4	4,7
2023 1° trim.	120,6	5,5	6,3	5,9	4,4	6,7	5,2	5,1	3,8	6,8	4,1	5,5
2° trim.	121,3	5,5	6,5	5,3	5,4	6,1	5,9	4,3	3,7	6,0	5,0	6,1
Produttività del lavoro per occupato												
2020	97,1	-4,7	1,9	-4,3	-5,8	-10,7	0,1	-1,1	-1,4	-3,7	-3,7	-15,5
2021	101,1	4,1	0,3	8,9	-0,7	6,9	3,7	4,4	0,9	3,0	1,2	3,2
2022	102,1	1,0	0,3	0,2	-1,9	4,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,5	0,1	10,0
2022 3° trim.	102,2	0,5	0,9	0,5	-2,4	2,5	0,7	-0,4	-2,4	1,2	-0,4	6,0
4° trim.	101,8	0,2	0,7	0,4	-2,5	1,0	-0,4	0,0	-2,1	0,8	0,5	5,8
2023 1° trim.	101,4	-0,5	2,6	-1,5	-0,6	0,2	0,8	-1,3	-1,2	0,1	-0,1	6,0
2° trim.	101,3	-0,9	2,9	-2,1	-0,3	-2,0	1,0	-1,3	-2,0	-0,4	-0,4	3,1
Redditi per ora lavorata												
2020	113,9	5,8	4,1	3,0	5,1	7,1	3,2	1,8	4,4	5,9	5,5	6,8
2021	114,1	0,2	-0,1	-0,3	-0,7	-0,4	2,6	1,1	0,4	0,3	1,0	-1,4
2022	117,8	3,2	5,8	3,9	4,0	1,8	3,4	3,8	2,7	3,9	4,5	2,9
2022 3° trim.	118,1	2,8	5,2	1,9	3,1	2,4	2,1	2,3	3,0	3,1	3,6	3,7
4° trim.	120,5	4,3	7,0	3,3	3,5	3,9	3,6	3,1	1,7	5,1	5,8	3,4
2023 1° trim.	122,0	5,0	4,9	5,5	4,3	5,7	5,3	4,9	4,4	6,0	3,9	4,7
2° trim.	122,7	5,4	6,6	5,1	5,0	6,5	5,6	4,1	4,2	5,8	4,5	5,2
Produttività per ora lavorata												
2020	104,7	2,1	2,8	1,5	1,2	0,7	4,1	1,5	4,6	3,0	-0,4	-6,6
2021	104,7	0,0	0,3	3,6	-6,2	0,6	1,0	2,2	-4,8	-1,4	-0,2	-1,7
2022	104,6	-0,1	0,9	0,5	-2,0	0,3	-0,3	0,2	-3,1	0,5	1,0	5,7
2022 3° trim.	104,8	-0,3	0,7	-0,2	-2,7	1,0	-0,4	-0,9	-3,3	-0,1	-0,2	4,3
4° trim.	104,4	-0,4	0,3	0,2	-3,3	-0,3	-0,8	-0,5	-2,4	-0,2	0,8	4,1
2023 1° trim.	103,6	-0,8	1,9	-1,8	-0,5	-0,3	1,1	-1,5	-0,3	-0,4	-0,2	5,1
2° trim.	103,5	-0,9	3,4	-2,3	-0,8	-1,6	0,9	-1,8	-1,8	-0,6	-0,8	2,6

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 ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	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
2023 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
lug.	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
ago.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06

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 ^{1), 2)}					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 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
lug.	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
ago.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2023 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
lug.	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
ago.	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4

Fonte: Refinitiv.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 ago.	0,01	0,70	0,42	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	0,63	1,27	5,27	15,83	6,55	5,96	6,58	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
ott.	0,03	0,73	0,93	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	1,21	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	1,42	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	1,60	2,08	6,34	15,99	7,44	6,97	7,60	4,28	3,46	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
feb.	0,12	1,17	1,91	2,20	6,59	16,08	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	2,11	2,26	6,76	16,07	7,83	7,23	7,92	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
apr.	0,18	1,25	2,28	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.	0,21	1,30	2,47	2,48	7,19	16,34	8,36	7,60	8,33	5,08	4,23	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
giu.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,14	4,39	4,07	3,71	3,41	4,04	3,70
lug. ^(p)	0,27	1,43	2,82	2,86	7,48	16,40	8,41	7,72	8,41	5,23	4,47	4,14	3,72	3,45	4,08	3,75

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 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	2,72	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	3,86
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	4,39	4,86	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
mag.	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,75	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
giu.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,23	5,43	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
lug. ^(p)	0,60	3,31	3,58	4,89	5,51	5,52	5,43	5,12	5,02	4,33	4,82	5,02	4,34	4,93

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2020	1.488,6	429,7	126,0	51,3	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.407,5	427,9	126,9	49,9	88,0	764,7	674,9	387,2	138,4	79,1	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.371,5	466,8	143,0	49,8	94,7	667,0	621,7	481,7	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 feb.	1.374,1	529,3	137,2	51,1	94,2	613,4	569,4	495,0	224,6	98,5	35,2	49,1	122,8	96,2
mar.	1.423,7	536,6	136,0	50,9	96,4	654,7	603,4	583,5	239,4	122,3	38,7	53,3	168,5	131,0
apr.	1.454,9	564,9	133,9	47,7	102,3	653,7	603,5	511,4	218,1	100,9	31,9	60,2	132,2	103,3
mag.	1.457,4	580,5	137,3	50,3	102,9	636,8	599,6	515,1	242,0	118,0	37,9	53,7	101,4	86,5
giu.	1.478,7	581,6	130,5	49,1	93,1	673,5	634,2	515,7	222,0	114,9	36,0	45,8	133,1	107,1
lug.	1.463,0	574,0	129,1	45,3	96,0	664,0	635,3	488,2	181,4	113,7	31,1	53,7	139,5	122,0
A lungo termine														
2020	19.285,0	4.077,2	3.104,3	1.260,9	1.543,3	10.560,1	9.773,2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.926,3	4.182,6	3.385,6	1.342,8	1.600,6	10.757,5	9.936,5	316,9	67,9	84,0	34,3	23,3	141,8	128,3
2022	17.902,9	3.972,3	3.267,0	1.333,8	1.397,7	9.265,9	8.553,9	300,1	78,4	74,5	29,0	16,7	130,6	121,1
2023 feb.	18.187,1	4.081,0	3.288,5	1.325,5	1.418,9	9.398,7	8.675,3	353,7	99,1	54,1	12,9	17,6	182,9	165,8
mar.	18.409,2	4.104,4	3.277,4	1.322,9	1.415,5	9.611,8	8.876,2	339,1	84,5	70,4	30,9	15,5	168,6	156,1
apr.	18.411,1	4.118,5	3.279,6	1.332,9	1.419,2	9.593,8	8.873,4	308,5	72,7	76,1	34,4	16,4	143,2	137,3
mag.	18.573,7	4.191,4	3.329,2	1.368,3	1.427,4	9.625,6	8.908,1	372,0	100,0	100,2	56,2	27,3	144,5	136,2
giu.	18.669,3	4.202,9	3.337,5	1.375,6	1.429,4	9.699,4	8.979,2	401,5	114,4	83,9	30,9	30,6	172,6	160,9
lug.	18.765,7	4.300,6	3.350,2	1.365,4	1.436,2	9.678,8	8.958,5	348,5	142,8	57,9	11,5	17,9	129,9	125,1

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2020	20.773,5	4.506,9	3.230,3	1.312,3	1.640,1	11.396,2	10.495,7	8.519,7	473,8	1.338,1	6.706,9
2021	21.333,7	4.610,5	3.512,5	1.392,7	1.688,5	11.522,2	10.611,3	10.414,6	600,0	1.560,1	8.253,5
2022	19.274,5	4.439,2	3.410,0	1.383,6	1.492,4	9.932,9	9.175,6	8.747,0	524,9	1.363,3	6.858,1
2023 feb.	19.561,2	4.610,2	3.425,7	1.376,6	1.513,1	10.012,1	9.244,7	9.622,5	630,3	1.495,2	7.496,4
mar.	19.832,9	4.641,0	3.413,4	1.373,8	1.511,9	10.266,5	9.479,6	9.642,9	558,8	1.447,7	7.635,9
apr.	19.866,0	4.683,4	3.413,6	1.380,7	1.521,5	10.247,5	9.476,9	9.694,8	566,4	1.442,1	7.685,7
mag.	20.031,1	4.772,0	3.466,5	1.418,6	1.530,3	10.262,4	9.507,7	9.415,6	545,4	1.396,8	7.472,9
giu.	20.148,0	4.784,5	3.468,0	1.424,7	1.522,5	10.372,9	9.613,5	9.673,6	587,2	1.480,2	7.605,6
lug.	20.228,7	4.874,5	3.479,3	1.410,7	1.532,1	10.342,7	9.593,8	9.829,7	623,3	1.526,5	7.679,3
Tasso di crescita¹⁾											
2022 dic.	3,7	4,7	4,7	-0,1	1,2	3,2	3,8	0,0	-1,8	1,2	-0,1
2023 gen.	4,0	7,1	4,0	-0,3	1,0	3,1	3,7	0,0	-2,2	0,6	0,1
feb.	4,1	7,8	3,1	-0,9	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
mar.	3,8	7,1	2,3	-1,7	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
apr.	4,3	8,2	1,5	-1,6	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
mag.	4,4	9,1	2,2	1,5	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
giu.	5,2	10,2	3,3	2,9	0,9	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,6	-1,3
lug.	5,8	12,1	3,3	1,2	1,5	4,6	5,3	-0,9	-1,4	0,9	-1,2

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 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	93,7	93,8	89,8	75,1	88,1	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,0	70,4	86,4	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	83,9	65,4	81,4	116,1	90,9
2022 3° trim.	93,7	89,3	92,5	82,0	63,6	79,7	113,9	89,0
4° trim.	95,7	91,9	95,0	84,7	64,4	81,9	116,7	91,8
2023 1° trim.	97,1	92,8	96,9	86,5	67,1	84,2	119,4	93,1
2° trim.	98,2	93,5	97,9	.	.	.	121,4	94,3
2023 mar.	97,3	92,9	97,1	-	-	-	119,7	93,4
apr.	98,4	93,8	98,0	-	-	-	121,5	94,6
mag.	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
giu.	98,2	93,5	98,0	-	-	-	121,8	94,5
lug.	99,2	94,6	99,2	-	-	-	123,7	95,9
ago.	99,0	94,8	99,2	-	-	-	123,7	96,1
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 ago.	-0,1	0,2	0,0	-	-	-	0,0	0,2
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 ago.	6,1	6,6	7,6	-	-	-	8,9	8,3

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 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
lug.	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
ago.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2023 ago.	-0,5	0,9	0,0	1,6	1,3	0,4	0,0	0,0	1,5	-0,8	-1,3
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2023 ago.	14,8	-1,9	0,2	-4,2	15,4	-5,6	1,6	1,0	12,5	-1,1	7,7

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<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.	231,1	228,7	2,4	90,0	72,6	82,8	97,8	0,2	49,8	58,3	8,3	115,0
<i>Transazioni</i>												
2022 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	-
2° trim.	134,9	64,6	70,3	43,6	57,8	155,1	76,8	7,0	-72,6	-70,0	1,9	-
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.	2,7	32,4	-29,8	0,8	-8,1	40,4	6,7	1,0	-37,7	33,8	-1,8	-
mag.	79,6	57,5	22,1	19,6	56,2	37,3	-21,5	13,3	8,0	22,9	1,4	-
giu.	52,7	-25,4	78,1	23,1	9,7	77,4	91,7	-7,3	-42,9	-126,8	2,4	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 giu.	-77,9	-218,3	140,4	-153,5	-212,7	138,7	325,7	56,8	-120,0	-331,4	0,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 giu.	-0,6	-1,6	1,0	-1,1	-1,5	1,0	2,3	0,4	-0,9	-2,4	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											12	
	M2					M3-M2							
	M1		M2-M1			Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	7	8	9		10
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	1									2	3	4	5	6
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	
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	4.194,1	15.185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,6	
2° trim.	1.534,7	9.179,7	10.714,3	1.871,3	2.534,3	4.405,6	15.119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16.022,2	
2023 feb.	1.539,6	9.593,3	11.132,9	1.544,7	2.557,5	4.102,2	15.235,1	124,2	651,9	80,8	856,9	16.092,0	
mar.	1.544,1	9.447,6	10.991,6	1.644,4	2.549,7	4.194,1	15.185,7	103,2	681,3	93,4	877,9	16.063,6	
apr.	1.536,8	9.373,1	10.909,9	1.702,7	2.537,5	4.240,2	15.150,1	101,5	677,0	86,2	864,8	16.014,8	
mag.	1.537,1	9.280,7	10.817,8	1.766,2	2.527,8	4.294,0	15.111,7	111,9	686,4	96,7	895,0	16.006,7	
giu.	1.534,7	9.179,7	10.714,3	1.871,3	2.534,3	4.405,6	15.119,9	113,2	697,3	91,8	902,3	16.022,2	
lug. (p)	1.534,1	9.086,7	10.620,8	1.915,4	2.526,9	4.442,3	15.063,2	122,3	690,9	80,1	893,3	15.956,5	
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	
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	-125,9	-20,6	31,2	48,8	59,4	-66,5	
2° trim.	-9,4	-249,0	-258,3	222,0	-32,4	189,5	-68,8	10,1	15,9	-2,8	23,2	-45,6	
2023 feb.	-1,1	-138,6	-139,7	84,2	-3,2	81,0	-58,7	-10,1	17,4	29,2	36,5	-22,2	
mar.	4,4	-139,2	-134,7	102,0	-7,7	94,3	-40,4	-20,4	29,2	15,1	24,0	-16,5	
apr.	-7,3	-69,9	-77,2	57,2	-12,2	45,0	-32,2	-1,5	-4,2	-5,6	-11,3	-43,5	
mag.	0,3	-99,9	-99,5	59,7	-9,8	49,8	-49,7	9,8	9,3	8,7	27,9	-21,8	
giu.	-2,4	-79,2	-81,6	105,1	-10,4	94,7	13,1	1,7	10,8	-5,9	6,6	19,7	
lug. (p)	-0,7	-89,8	-90,5	45,7	-7,3	38,4	-52,2	9,4	-6,5	-11,1	-8,2	-60,3	
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	
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	520,6	23,8	2,1	
2° trim.	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6	
2023 feb.	2,9	-4,0	-3,1	59,1	1,7	17,5	1,7	-6,1	11,6	460,0	21,0	2,6	
mar.	1,5	-5,6	-4,7	68,8	1,4	20,0	1,1	-17,5	15,3	520,6	23,8	2,1	
apr.	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,8	21,0	0,5	-13,7	13,2	351,8	20,1	1,4	
mag.	0,7	-8,1	-7,0	81,0	0,2	22,6	-0,1	-10,9	14,6	418,8	23,1	0,9	
giu.	0,4	-9,2	-8,0	85,6	-0,3	24,0	-0,5	-2,6	14,5	338,5	22,8	0,6	
lug. (p)	0,1	-10,5	-9,2	85,2	-0,9	23,9	-1,4	-1,5	16,3	218,0	20,6	-0,4	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.120,6	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.	3.338,4	2.507,9	686,3	132,5	11,7	8.381,2	5.309,3	705,0	2.366,1	0,9	1.182,1	231,7	565,2
2023 feb.	3.380,1	2.663,1	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	8.376,9	5.398,7	608,4	2.368,9	0,9	1.213,8	227,0	560,5
mag.	3.305,9	2.529,9	632,6	131,9	11,6	8.379,4	5.361,7	657,5	2.359,2	0,9	1.218,6	226,9	555,8
giu.	3.338,4	2.507,9	686,3	132,5	11,7	8.381,2	5.309,3	705,0	2.366,1	0,9	1.182,1	231,7	565,2
lug. ^(p)	3.305,0	2.462,7	699,6	132,0	10,7	8.378,7	5.264,1	756,3	2.357,5	0,8	1.191,6	215,3	560,8
Transazioni													
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	-145,2	120,0	-9,7	0,1	-97,6	-2,1	12,7
2° trim.	-4,1	-91,2	84,3	-0,5	3,3	-9,5	-116,9	136,6	-29,0	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
2023 feb.	1,4	-35,6	35,4	-0,1	1,7	-20,5	-53,2	36,2	-3,3	-0,1	-51,0	-10,2	12,6
mar.	-31,0	-58,8	28,7	-0,2	-0,7	-27,4	-66,9	46,6	-7,2	0,2	-16,5	7,1	2,5
apr.	-4,2	-27,7	22,6	-1,0	1,8	-13,6	-44,3	40,4	-9,6	-0,1	14,4	-4,4	-18,6
mag.	-35,5	-45,0	8,0	0,3	1,2	0,9	-37,8	48,4	-9,8	0,1	-0,2	-0,5	-5,0
giu.	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-34,9	47,8	-9,6	-0,1	-36,1	5,1	9,4
lug. ^(p)	-31,4	-43,9	13,8	-0,4	-0,9	-1,9	-44,8	51,5	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-4,4
Variazioni percentuali													
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.	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
2023 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.	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,3	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
giu.	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,8	-14,2	1,0	-2,0
lug. ^(p)	-0,6	-14,1	118,2	2,0	13,5	0,7	-5,7	111,7	-1,0	6,3	-15,4	-9,5	-2,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Prestiti corretti ²⁾	7	8	9	10					11		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1
2022	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.177,9	5.127,1	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2022 3° trim.	6.359,7	1.002,3	5.333,1	15.421,7	13.051,1	13.204,2	5.165,6	6.613,7	1.110,6	161,2	1.545,9	824,6
4° trim.	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,9	12.981,7	13.177,9	5.127,1	6.633,3	1.074,9	146,5	1.569,9	836,3
2023 1° trim.	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,3	13.013,9	13.204,4	5.131,0	6.666,0	1.078,5	138,5	1.552,0	849,4
2° trim.	6.268,9	986,0	5.257,5	15.418,8	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.569,9	869,9
2023 feb.	6.347,5	997,3	5.325,2	15.417,3	13.023,0	13.214,7	5.140,2	6.659,9	1.074,3	148,6	1.548,5	845,7
mar.	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,3	13.013,9	13.204,4	5.131,0	6.666,0	1.078,5	138,5	1.552,0	849,4
apr.	6.319,0	981,7	5.312,2	15.422,6	13.000,7	13.202,3	5.124,9	6.666,7	1.064,5	144,6	1.564,3	857,7
mag.	6.262,1	990,6	5.245,9	15.445,4	13.000,6	13.228,2	5.134,9	6.631,4	1.092,7	141,6	1.582,5	862,3
giu.	6.268,9	986,0	5.257,5	15.418,8	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.569,9	869,9
lug. ^(p)	6.228,1	983,1	5.219,5	15.436,2	12.993,0	13.219,4	5.135,5	6.626,3	1.095,8	135,5	1.565,4	877,8
Transazioni												
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,6	623,2	679,9	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 3° trim.	-36,6	2,1	-38,9	222,7	232,6	236,7	139,1	58,7	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
4° trim.	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	10,9	-17,4	27,4	-27,4	-14,2	22,6	12,6
2023 1° trim.	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,9	-3,0	14,1	3,4	-7,8	-20,9	7,9
2° trim.	-85,7	-9,6	-76,5	9,7	-29,6	3,1	4,0	-29,9	-9,2	5,5	22,9	16,4
2023 feb.	2,1	1,1	1,1	-9,0	-7,8	-7,8	-2,2	4,4	-11,6	1,6	-8,3	7,1
mar.	-25,1	-3,2	-21,9	6,5	1,8	4,1	-2,3	8,3	5,9	-10,0	2,6	2,0
apr.	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
mag.	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	17,8	7,7	-35,4	25,5	-3,1	17,0	6,7
giu.	12,0	-4,5	16,8	-16,4	-14,8	-17,2	-1,0	3,6	-19,9	2,4	-6,2	4,6
lug. ^(p)	-39,7	-2,9	-36,8	20,2	18,4	17,1	6,9	-6,2	26,2	-8,5	-4,9	6,7
Variazioni percentuali												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 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	4,9	-9,8	-1,4	1,9
2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
2023 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	4,9	-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	3,0
mag.	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
giu.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
lug. ^(p)	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,0	5,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.127,1	5.135,7	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.	5.127,1	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.	5.131,0	5.144,8	939,9	1.093,0	3.098,1	6.666,0	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
2° trim.	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
2023 feb.	5.140,2	5.149,7	945,2	1.092,0	3.103,0	6.659,9	6.868,2	721,7	5.228,3	709,9
mar.	5.131,0	5.144,8	939,9	1.093,0	3.098,1	6.666,0	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
apr.	5.124,9	5.142,4	929,8	1.094,3	3.100,7	6.666,7	6.871,9	725,1	5.237,6	704,0
mag.	5.134,9	5.145,6	924,5	1.096,0	3.114,4	6.631,4	6.870,1	726,0	5.204,3	701,2
giu.	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
lug. ⁶⁾	5.135,5	5.147,2	922,6	1.087,9	3.124,9	6.626,3	6.857,9	727,1	5.202,8	696,4
Transazioni										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	308,1	78,5	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 3° trim.	139,1	139,3	55,4	39,9	43,8	58,7	59,5	4,9	55,6	-1,8
4° trim.	-17,4	7,0	-38,2	18,2	2,6	27,4	36,0	5,2	22,0	0,2
2023 1° trim.	-3,0	3,5	-21,1	10,9	7,2	14,1	22,0	4,2	14,7	-4,9
2° trim.	4,0	0,7	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,5	3,4	-27,9	-5,4
2023 feb.	-2,2	-1,4	-10,4	5,6	2,6	4,4	6,3	1,6	5,1	-2,2
mar.	-2,3	5,8	-2,8	2,2	-1,8	8,3	5,4	2,6	7,5	-1,9
apr.	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,1	1,9	2,5	2,0	1,8	-1,9
mag.	7,7	-0,6	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,6	1,3	-33,8	-2,9
giu.	-1,0	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,4	0,1	4,1	-0,7
lug. ⁶⁾	6,9	4,4	-0,9	1,8	6,0	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,7
Variazioni percentuali										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 3° trim.	8,0	8,9	19,7	9,8	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	-0,1
4° trim.	5,5	6,3	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 1° trim.	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2° trim.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
2023 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	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
apr.	3,8	4,6	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	2,7	1,5	2,1	2,8	1,8	-1,5
giu.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
lug. ⁶⁾	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-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 IMF tali società rientrano tra le società finanziarie diverse dalle IMF, dalle imprese di assicurazione e dai fondi pensione.

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	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	6.736,8	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	6.764,4	1.801,9	30,6	2.096,5	2.835,4	1.318,8	520,9	148,0	146,7
4° trim.	683,4	6.736,8	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	6.895,4	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,5	1.434,9	330,8	152,1	165,8
2° trim.	477,6	6.965,8	1.807,5	40,4	2.232,3	2.885,6	1.484,6	293,3	168,6	172,6
2023 feb.	553,6	6.818,8	1.785,7	33,8	2.177,0	2.822,3	1.336,3	363,4	154,6	159,6
mar.	580,0	6.895,4	1.792,7	35,0	2.171,2	2.896,5	1.434,9	330,8	152,1	165,8
apr.	586,5	6.907,3	1.807,4	35,8	2.168,6	2.895,5	1.448,2	318,8	153,3	161,9
mag.	483,6	6.979,3	1.806,0	37,6	2.213,1	2.922,6	1.472,5	289,6	174,0	184,1
giu.	477,6	6.965,8	1.807,5	40,4	2.232,3	2.885,6	1.484,6	293,3	168,6	172,6
lug. ^(p)	457,3	7.078,1	1.807,0	42,8	2.321,4	2.906,9	1.569,1	258,5	153,8	156,4
Transazioni										
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	31,5	-89,8	-5,2	14,7	111,8	-72,0	-193,6	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	64,3	-15,2	0,3	57,9	21,3	51,7	-74,0	-10,2	1,0
2023 1° trim.	-110,1	85,3	8,3	4,0	63,9	9,0	72,0	-76,7	15,0	18,9
2° trim.	-102,2	92,7	13,9	5,1	61,4	12,3	93,8	-72,9	16,5	6,7
2023 feb.	-11,2	16,8	0,2	1,3	6,2	9,0	8,7	-18,5	-0,2	3,0
mar.	26,2	22,7	8,0	1,1	9,3	4,2	61,4	-10,4	-2,5	6,5
apr.	6,5	21,8	15,4	0,8	4,1	1,5	29,0	-17,7	1,2	-3,9
mag.	-102,7	40,3	-4,1	1,8	31,0	11,6	5,8	-45,0	20,7	22,2
giu.	-5,9	30,6	2,6	2,5	26,4	-0,9	59,1	-10,3	-5,4	-11,5
lug. ^(p)	-20,3	31,5	0,2	2,4	16,8	12,0	46,6	-76,4	-14,8	-16,2
Variazioni percentuali										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,5	-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.	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
2023 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	3,8	5,0	3,1	-	-	-16,0	-5,3
mag.	-35,0	3,1	-2,5	21,1	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
giu.	-37,7	3,5	-2,2	30,9	8,7	2,9	-	-	1,7	10,2
lug. ^(p)	-39,0	3,9	-1,5	40,7	9,9	2,6	-	-	-10,9	-1,6

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
2023 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
2023 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	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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 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 ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,6	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,5
2021	-1,7	3,9	-0,3	0,7	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,8	-5,3	5,1
2022	-4,0	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
2023 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 ¹⁾

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

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

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,7	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,6	-7,1	-6,9	-6,5	-2,5	-9,0	-2,0
2022	-3,9	-2,6	-0,9	1,6	-2,3	-4,8	-4,7	0,4	-8,0	2,1
2022 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
2023 1° trim.	-4,5	-3,0	-1,2	2,0	-2,7	-4,4	-4,5	0,5	-8,2	2,4
Debito pubblico										
2019	97,6	59,6	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	71,0	134,1	90,8
2020	112,0	68,7	18,5	58,4	206,3	120,4	114,6	87,0	154,9	113,8
2021	109,1	69,3	17,6	55,4	194,6	118,3	112,9	78,4	149,9	101,2
2022	105,1	66,3	18,4	44,7	171,3	113,2	111,6	68,4	144,4	86,5
2022 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
2023 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
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-0,6	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,7	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,6
2021	-7,1	-1,2	0,7	-7,8	-2,4	-5,8	-2,9	-4,6	-5,4	-2,8
2022	-4,4	-0,6	0,2	-5,8	0,0	-3,2	-0,4	-3,0	-2,0	-0,9
2022 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
2023 1° trim.	-4,1	-1,2	-0,3	-4,9	-0,1	-3,4	0,1	-3,1	-2,5	-0,8
Debito pubblico										
2019	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	125,4	74,5	61,0	72,6
2022	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	113,9	69,9	57,8	73,0
2022 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
2023 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

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 13 settembre 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-23-011-IT-N (online)