



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 6 / 2022



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	10
2 Attività economica	17
3 Prezzi e costi	24
4 Andamenti del mercato finanziario	32
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	38
6 Andamenti della finanza pubblica	46
Riquadri	51
1 Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19	51
2 COVID-19 e decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro	57
3 Il movimento può partire dalla coda? Un'analisi dettagliata dei recenti andamenti della distribuzione delle aspettative di inflazione	63
4 Come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro	68
5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 20 aprile al 26 luglio 2022	74
6 Standard minimi comuni per l'integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico nei sistemi interni di valutazione della qualità dei crediti dell'Eurosistema	82
Articolo	87
1 Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro	87
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

L'8 settembre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 75 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. Questo rilevante incremento anticipa la transizione dal livello attualmente molto accomodante dei tassi di interesse di riferimento a livelli che assicureranno un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento del Consiglio direttivo nel medio termine. In base alla sua valutazione aggiornata, il Consiglio direttivo si attende di aumentare ulteriormente i tassi di interesse nelle prossime riunioni per frenare la domanda e mettere al riparo dal rischio di un persistente incremento delle aspettative d'inflazione. Il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente la traiettoria della politica monetaria alla luce delle informazioni più recenti e dell'evolvere delle prospettive di inflazione. Anche in futuro le decisioni sui tassi di riferimento saranno dipendenti dai dati e rifletteranno un approccio in base al quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

Il Consiglio direttivo ha assunto questa decisione e si attende di aumentare ulteriormente i tassi di interesse perché l'inflazione seguita a essere di gran lunga troppo elevata ed è probabile che si mantenga su un livello superiore all'obiettivo per un prolungato periodo di tempo. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, ad agosto l'inflazione ha raggiunto il 9,1 per cento. Il vertiginoso aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari, le pressioni dal lato della domanda in alcuni settori dovute alla riapertura delle attività economiche e le strozzature dal lato dell'offerta continuano a sospingere l'inflazione verso l'alto. Le spinte sui prezzi hanno continuato a rafforzarsi e a diffondersi in tutta l'economia e nel breve periodo l'inflazione potrebbe aumentare ulteriormente. Quando le attuali determinanti dell'inflazione verranno gradualmente meno e la normalizzazione della politica monetaria produrrà i suoi effetti sull'economia e sul processo di formazione dei prezzi, l'inflazione si ridurrà. In prospettiva, gli esperti della BCE hanno rivisto significativamente al rialzo le proiezioni sull'inflazione, che quindi si porterebbe in media all'8,1 per cento nel 2022, al 5,5 nel 2023 e al 2,3 nel 2024.

Dopo il recupero osservato nella prima metà del 2022 i dati recenti indicano un considerevole rallentamento della crescita nell'area dell'euro, con l'economia che dovrebbe ristagnare nel prosieguo dell'anno e nel primo trimestre del 2023. Le quotazioni molto elevate dell'energia riducono il potere d'acquisto dei redditi delle famiglie e, sebbene si stiano attenuando, le strozzature dal lato dell'offerta continuano a frenare l'attività economica. Inoltre, la situazione geopolitica avversa, soprattutto l'aggressione ingiustificata dell'Ucraina da parte della Russia, si ripercuote sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Tali prospettive si riflettono nelle ultime proiezioni formulate dagli esperti per la crescita economica, che sono state riviste nettamente al ribasso per la restante parte di quest'anno e per tutto il

2023. Attualmente gli esperti si attendono che l'economia cresca del 3,1 per cento nel 2022, dello 0,9 nel 2023 e dell'1,9 nel 2024.

Le perduranti vulnerabilità causate dalla pandemia rappresentano tuttora un rischio per l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo continuerà pertanto a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) al fine di contrastare i rischi a cui è soggetto il meccanismo di trasmissione a seguito della pandemia.

Attività economica

L'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e le perduranti circostanze sfavorevoli dal lato dell'offerta si stanno ripercuotendo negativamente sull'attività economica mondiale. I dati ricavati dalle indagini segnalano una moderazione generalizzata dell'attività economica. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE, le prospettive per la crescita mondiale sono modeste e il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 2,9 per cento nel 2022, del 3,0 nel 2023 e del 3,4 nel 2024. Tali prospettive sono più deboli rispetto a quelle descritte nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel giugno scorso e implicano che, quest'anno e il prossimo, l'economia mondiale dovrebbe espandersi a un ritmo lievemente inferiore alla propria media di lungo periodo, in presenza di un rallentamento dell'attività nelle economie avanzate e in quelle emergenti. L'indebolimento delle prospettive per la domanda e il miglioramento dell'offerta hanno contribuito ad allentare le pressioni sulle catene di approvvigionamento, che tuttavia permangono. Rispetto alle proiezioni di giugno anche le prospettive per il commercio mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro sono peggiorate, in linea con la crescita mondiale. Le spinte inflazionistiche a livello mondiale rimangono generalizzate e consistenti, in presenza di picchi dei prezzi delle materie prime, di vincoli di offerta persistenti, di una domanda ancora relativamente robusta e di condizioni tese nei mercati del lavoro. Tali pressioni, tuttavia, dovrebbero attenuarsi con la stabilizzazione dei mercati delle materie prime e l'indebolimento della crescita. In un contesto di elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi che caratterizza le proiezioni nello scenario di base è orientato al ribasso per la crescita mondiale e al rialzo per l'inflazione.

L'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,8 per cento nel secondo trimestre del 2022, soprattutto a causa del vigore della spesa per consumi di servizi ad alta intensità di contatti, a seguito del venir meno delle restrizioni legate alla pandemia. Nel corso dell'estate l'incremento dei viaggi ha recato benefici in particolare ai paesi con un settore turistico importante. Allo stesso tempo le imprese hanno risentito degli elevati costi dell'energia e delle perduranti strozzature dal lato dell'offerta, benché queste siano andate gradualmente attenuandosi. Sebbene la vivacità delle attività turistiche abbia sostenuto la crescita economica nel terzo trimestre, il Consiglio direttivo si attende che l'attività rallenti notevolmente nella restante parte dell'anno, principalmente per quattro ragioni. In primo luogo, l'inflazione elevata frena la spesa

e la produzione nell'intera economia e queste circostanze sfavorevoli sono esacerbate dalle interruzioni nelle forniture di gas. In secondo luogo, il forte recupero della domanda di servizi riconducibile alla riapertura delle attività economiche perderà slancio nei prossimi mesi. In terzo luogo, l'indebolimento della domanda mondiale, anche a fronte di un inasprimento della politica monetaria in molte grandi economie, nonché il peggioramento delle ragioni di scambio, comporteranno un minore sostegno per l'economia dell'area dell'euro. La quarta ragione è l'incertezza che rimane elevata con il clima di fiducia in netto peggioramento. Al tempo stesso, il mercato del lavoro si è dimostrato solido, dando sostegno all'attività economica. Il numero di occupati è aumentato di oltre 600.000 unità nel secondo trimestre del 2022 e a luglio il tasso di disoccupazione è sceso al minimo storico del 6,6 per cento. Nel secondo trimestre del 2022 il totale delle ore lavorate è ulteriormente aumentato, dello 0,6 per cento, superando i livelli pre-pandemia. In prospettiva, è verosimile che il rallentamento dell'economia induca, in qualche misura, un aumento del tasso di disoccupazione.

Lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 per l'area dell'euro dagli esperti della BCE poggia sull'ipotesi che la domanda di gas venga moderata dall'alto livello dei prezzi e dalle misure di risparmio energetico a fini precauzionali (a seguito del recente accordo raggiunto dall'Unione europea su una riduzione della domanda di gas fino al 15 per cento) e che un ampio ricorso al razionamento del gas non sarà necessario. Ciononostante, si assume che siano necessari dei tagli alla produzione durante l'inverno nei paesi con una forte dipendenza dalle importazioni di gas naturale russo, esposti al rischio di carenze di offerta. Le strozzature dal lato dell'offerta, che pure nel periodo recente si sono allentate in modo lievemente più rapido del previsto, continuano a pesare sull'attività e si ipotizza che vengano meno solo gradualmente. Nel medio termine la crescita dovrebbe segnare un recupero con il riequilibrarsi del mercato dell'energia, la diminuzione dell'incertezza, il riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta e il miglioramento del reddito reale, malgrado le condizioni di finanziamento meno favorevoli. Il mercato del lavoro si dovrebbe indebolire a seguito del rallentamento economico, pur continuando nell'insieme a evidenziare una tenuta piuttosto buona. Complessivamente, sulla base delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel mese di settembre 2022, ci si attende che la crescita del PIL in termini reali si collochi in media d'anno al 3,1 per cento nel 2022, per poi registrare un calo pronunciato scendendo allo 0,9 per cento nel 2023 e risalire all'1,9 nel 2024. Nel confronto con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2022, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali per il 2022, dopo dati migliori del previsto nella prima metà dell'anno, e al ribasso di 1,2 e 0,2 punti percentuali rispettivamente per il 2023 e il 2024, principalmente a causa dell'impatto delle interruzioni nell'offerta di energia, dell'aumento dell'inflazione e del connesso deterioramento del clima di fiducia.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022, il saldo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe migliorare costantemente nel periodo fino al 2024, anche se in misura lievemente inferiore rispetto a quanto prospettato nelle proiezioni dello scorso giugno. Tuttavia, le proiezioni di bilancio continuano a essere caratterizzate da elevati livelli di

incertezza, legati principalmente alla guerra in Ucraina e agli andamenti dei mercati dell'energia che potrebbero indurre i governi ad adottare ulteriori misure di stimolo fiscale. Questo tipo di misure è stato finalizzato in ampia misura a contrastare il crescente costo della vita sostenuto dai consumatori, in particolare per quanto riguarda i beni energetici. Inoltre, hanno inciso anche il finanziamento di nuove capacità difensive e il sostegno ai rifugiati in fuga dalla guerra mossa dalla Russia all'Ucraina. Ciononostante, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere, dal 5,1 per cento del PIL nel 2021 al 3,8 nel 2022 e poi al 2,7 entro la fine dell'orizzonte di previsione. Dopo il forte allentamento di bilancio in risposta alla crisi legata al coronavirus (COVID-19) nel 2020, l'orientamento delle politiche di bilancio si è inasprito lo scorso anno e dovrebbe proseguire in qualche misura in tale direzione, in particolare nel 2023, ed essere neutrale nel 2024. In un contesto caratterizzato da maggiore incertezza e rischi al ribasso per le prospettive economiche alla luce della guerra in Ucraina, nonché dagli aumenti dei prezzi dell'energia e dalle perduranti turbative lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione europea ha raccomandato una proroga del ricorso alla clausola generale di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita fino alla fine del 2023. Ciò consentirebbe un adeguamento delle politiche di bilancio al mutare delle circostanze, laddove necessario. Al tempo stesso, giacché gli squilibri nelle finanze pubbliche continuano a superare i livelli antecedenti la pandemia e l'inflazione è eccezionalmente elevata, la politica di bilancio deve essere sempre più selettiva e mirata per evitare di acuire le pressioni inflazionistiche nel medio termine, assicurando al tempo stesso la sostenibilità dei conti pubblici sul medio periodo.

Le misure di sostegno di bilancio volte ad attutire l'impatto dei rincari dell'energia dovrebbero essere temporanee e indirizzate alle famiglie e alle imprese più vulnerabili, in modo da limitare il rischio di alimentare pressioni inflazionistiche, migliorare l'efficienza della spesa pubblica e preservare la sostenibilità del debito. Le politiche strutturali dovrebbero mirare a innalzare il potenziale di crescita dell'area dell'euro e rafforzare la sua capacità di tenuta.

Inflazione

Ad agosto l'inflazione è ulteriormente salita al 9,1 per cento. L'inflazione relativa alla componente energetica è rimasta estremamente elevata, pari al 38,3 per cento, confermandosi la principale determinante dell'inflazione complessiva. Gli indicatori ricavati dai mercati segnalano che nel breve periodo le quotazioni del petrolio si ridurranno, mentre i prezzi del gas all'ingrosso rimarranno eccezionalmente elevati. Ad agosto l'inflazione è aumentata anche per i beni alimentari, raggiungendo il 10,6 per cento, in parte per effetto dei rincari degli input connessi all'energia, delle turbative nell'interscambio di materie prime alimentari e delle condizioni meteorologiche avverse. Seppur in corso di attenuazione, le strozzature dal lato dell'offerta continuano a trasmettersi gradualmente ai prezzi al consumo esercitando pressioni al rialzo sull'inflazione, al pari della ripresa della domanda nel settore dei servizi. Anche il deprezzamento dell'euro ha contribuito all'accumularsi di spinte inflazionistiche. Le pressioni sui prezzi si diffondono in un numero crescente di

settori, in parte per l'impatto dei rincari dell'energia nell'intera economia. Pertanto, le misure dell'inflazione di fondo restano su livelli elevati e le ultime proiezioni degli esperti collocano l'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici al 3,9 per cento nel 2022, al 3,4 nel 2023 e al 2,3 nel 2024. La buona tenuta dei mercati del lavoro e alcune rivalutazioni per compensare l'aumento dell'inflazione dovrebbero sostenere la crescita delle retribuzioni. Al tempo stesso, i nuovi dati e i recenti accordi salariali indicano che la dinamica retributiva resta nel complesso contenuta. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, anche se le recenti revisioni al di sopra dell'obiettivo di alcuni indicatori richiedono un costante monitoraggio.

L'inflazione continua a registrare forti aumenti sulla scia degli ulteriori ampi shock dal lato dell'offerta, che si stanno trasmettendo ai prezzi al consumo a un ritmo più veloce rispetto al passato. Sulla base delle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE ci si attende che l'inflazione complessiva misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) rimanga superiore al 9 per cento per il resto del 2022 a causa dei corsi estremamente elevati dell'energia e delle materie prime alimentari, oltre che delle spinte al rialzo esercitate dalla riapertura dell'economia, dalle carenze nell'offerta e dalle condizioni tese nei mercati del lavoro. L'atteso calo dell'inflazione da una media dell'8,1 per cento nel 2022 al 5,5 nel 2023 e al 2,3 nel 2024 riflette principalmente la forte diminuzione delle componenti energetica e alimentare come conseguenza di effetti base negativi e dell'ipotizzata flessione dei prezzi delle materie prime, in linea con le quotazioni dei contratti future. Lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mantenersi fino alla metà del 2023 su livelli elevati senza precedenti, ma dovrebbe poi diminuire anch'esso nel periodo successivo con il venir meno degli effetti esercitati dalla riapertura dell'economia e con l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e delle pressioni sui costi degli input energetici. Nel 2024 l'inflazione complessiva dovrebbe rimanere al di sopra dell'obiettivo della BCE del 2 per cento. Ciò è dovuto agli effetti ritardati degli elevati prezzi dell'energia sulle componenti non energetiche dell'inflazione, al recente deprezzamento dell'euro, agli andamenti robusti nei mercati del lavoro e ad alcuni effetti della compensazione per l'aumento dell'inflazione sui salari, che dovrebbero crescere a tassi ben superiori alle medie storiche. Rispetto alle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema nello scorso giugno, l'inflazione complessiva è stata oggetto di una revisione al rialzo considerevole per il 2022 e il 2023 (rispettivamente pari a 1,3 e 2,0 punti percentuali) e lieve per il 2024 (0,2 punti percentuali) riflettendo dati recenti non corrispondenti alle attese, forti aumenti nelle ipotesi relative ai prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, una più vigorosa dinamica salariale e il recente deprezzamento dell'euro. Tali effetti più che compensano l'impatto verso il basso esercitato dal recente calo delle quotazioni delle materie prime alimentari, da strozzature dal lato dell'offerta meno gravi di quanto ipotizzato in precedenza e dall'indebolimento delle prospettive per la crescita.

Valutazione dei rischi

Nel contesto di un'economia mondiale in rallentamento, i rischi per la crescita sono orientati principalmente al ribasso, in particolare nel breve periodo. Come riflesso nello scenario meno favorevole delle proiezioni degli esperti, il protrarsi della guerra in Ucraina continua a rappresentare un rischio significativo per la crescita, soprattutto se imprese e famiglie dovessero affrontare un razionamento delle forniture di energia. In una tale situazione si potrebbe assistere a un ulteriore deterioramento del clima di fiducia e a un nuovo inasprimento dei vincoli dal lato dell'offerta. Anche i costi dei beni energetici e alimentari potrebbero rimanere persistentemente più elevati delle attese. Inoltre, un ulteriore peggioramento delle prospettive economiche mondiali potrebbe agire da freno aggiuntivo alla domanda estera dell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive di inflazione sono prevalentemente orientati al rialzo. Come per la crescita, il rischio principale nel breve termine è rappresentato da un'ulteriore interruzione delle forniture di energia. Nel medio termine l'inflazione potrebbe rivelarsi più elevata delle aspettative a causa di un peggioramento persistente della capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro, di ulteriori rincari dei beni energetici e alimentari, di un incremento delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo o di aumenti salariali maggiori del previsto. Tuttavia, un'eventuale diminuzione dei costi energetici o un indebolimento della domanda nel medio termine potrebbero ridurre le pressioni sui prezzi.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono aumentati anticipando un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria come risposta alle prospettive di inflazione. Negli ultimi mesi il costo del credito alle imprese è aumentato e i tassi sul credito bancario alle famiglie si collocano ormai sui livelli massimi registrati da oltre cinque anni. In termini di volumi, finora il credito bancario alle imprese ha continuato a mostrare vigore, riflettendo in parte la necessità di finanziare gli elevati costi di produzione e l'accumulo di scorte. L'erogazione di mutui alle famiglie registra una moderazione dovuta all'irrigidimento dei criteri di concessione, all'aumento dei costi di indebitamento e al basso grado di fiducia dei consumatori.

Decisioni di politica monetaria

Sulla base della sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 75 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati innalzati rispettivamente all'1,25, all'1,50 e allo 0,75 per cento, con effetto dal 14 settembre 2022. Questo rilevante incremento anticipa la transizione dal livello attualmente molto accomodante dei tassi di interesse di riferimento a livelli che favoriranno un

ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del Consiglio direttivo del 2 per cento nel medio termine. Il Consiglio direttivo ha assunto questa decisione e si attende di aumentare ulteriormente i tassi di interesse perché l'inflazione seguita a essere di gran lunga troppo elevata ed è probabile che si mantenga su un livello superiore all'obiettivo per un prolungato periodo di tempo. Anche in futuro le decisioni sui tassi di riferimento saranno dipendenti dai dati e rifletteranno un approccio in base al quale tali decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

A seguito dell'aumento al di sopra dello zero del tasso sui depositi presso la banca centrale, il sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso non è più necessario. Nella riunione dell'8 settembre 2022 il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di sospendere tale sistema fissando il moltiplicatore a zero.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui ha iniziato a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato della politica monetaria. Per quanto riguarda il PEPP, il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno fino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria. Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP è reinvestito in maniera flessibile, al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione connessi alla pandemia.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle operazioni nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) non ostacoli l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Inoltre, effettuerà valutazioni a cadenza regolare su come le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'orientamento della politica monetaria.

Per preservare l'efficacia della trasmissione della politica monetaria e tutelare l'ordinato funzionamento dei mercati, l'8 settembre 2022 il Consiglio direttivo ha deciso di rimuovere temporaneamente il limite massimo dello 0 per cento al tasso di interesse per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche. Per contro, rimarrà in via temporanea il tetto al minore tra il tasso sui depositi presso l'Eurosistema e il tasso di riferimento in euro a breve termine (€STR), anche in presenza di un tasso sui depositi positivo. Tale misura dovrebbe rimanere in vigore fino al 30 aprile 2023. Questa modifica eviterà un brusco deflusso di depositi verso il mercato, in un momento in cui alcuni segmenti dei mercati dei pronti contro termine dell'area dell'euro mostrano segni di scarsità di garanzie, e consentirà una valutazione approfondita di come i mercati monetari si stanno adeguando al ritorno a tassi di interesse positivi.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti nell'ambito del suo mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della

politica monetaria (Transmission Protection Instrument, TPI) può essere utilizzato per contrastare ingiustificate e disordinate dinamiche di mercato che mettano seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro, consentendo così al Consiglio direttivo di assolvere con più efficacia il mandato di preservare la stabilità dei prezzi.

Contesto esterno

L'elevata inflazione, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e le perduranti strozzature dal lato dell'offerta stanno dando luogo a ripercussioni negative, a fronte di un'attività economica mondiale in rallentamento. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE, le prospettive per la crescita mondiale sono modeste e il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 2,9 per cento nel 2022, del 3,0 per cento nel 2023 e del 3,4 per cento nel 2024. Tali prospettive sono più deboli di quelle descritte nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno scorso dagli esperti dell'Eurosistema, e implicano che, quest'anno e il prossimo, l'economia mondiale dovrebbe crescere a un ritmo lievemente inferiore alla propria media di lungo periodo, per un rallentamento dell'attività nelle economie sia avanzate sia emergenti. L'indebolimento delle prospettive per la domanda e il miglioramento dell'offerta hanno contribuito ad allentare le pressioni sulle catene di approvvigionamento, che tuttavia permangono. Rispetto alle proiezioni di giugno anche le prospettive per il commercio mondiale e la domanda estera dell'area dell'euro sono peggiorate. Le pressioni sui prezzi a livello mondiale rimangono generalizzate e consistenti, in presenza di picchi nei prezzi delle materie prime, di vincoli di offerta persistenti, di una domanda ancora relativamente robusta e di condizioni tese nei mercati del lavoro. Tali pressioni, tuttavia, dovrebbero attenuarsi con la stabilizzazione dei mercati delle materie prime e l'indebolimento della crescita. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi che caratterizza le proiezioni nello scenario di base è orientato al ribasso per la crescita mondiale e al rialzo per le pressioni sui prezzi a livello internazionale.

L'economia mondiale sta rallentando in un contesto in cui l'inflazione elevata, le condizioni finanziarie più tese e le perduranti strozzature dal lato dell'offerta incidono negativamente sull'attività. La guerra in Ucraina ha fatto aumentare i prezzi delle materie prime energetiche e provocato turbative lungo le catene mondiali di approvvigionamento alimentare, intensificando le pressioni inflazionistiche a livello internazionale e suscitando timori riguardo alla sicurezza delle forniture mondiali di prodotti alimentari. In Cina la ripresa economica, dopo i provvedimenti di chiusura (lockdown) attuati in primavera nelle maggiori province, ha recentemente segnato una battuta d'arresto. Ciò è dovuto all'indebolimento della domanda determinato dalle rigide misure di contenimento introdotte per far fronte ai focolai su piccola scala di coronavirus (COVID-19), ai tagli alla produzione in alcuni settori a maggiore intensità di utilizzo di energia e all'aggravarsi della recessione nel settore dell'edilizia residenziale. Il protratto allentamento, a partire dalla scorsa primavera, delle restrizioni legate alla pandemia nelle principali economie avanzate ha contribuito a sostenere i consumi nel settore dei viaggi e in quello ricettivo. Tuttavia, le pressioni inflazionistiche eccezionalmente forti, che hanno obbligato le banche centrali a inasprire la politica monetaria, gravano sul reddito disponibile e sul risparmio accumulato durante la pandemia.

I dati ricavati dalle indagini segnalano una moderazione generalizzata dell'attività economica. La produzione manifatturiera nelle economie avanzate ed emergenti è ulteriormente peggiorata ad agosto 2022 (cfr. il grafico 1). Andamenti

analoghi si riscontrano anche nel settore dei servizi, soprattutto nelle economie avanzate. L'indice dell'attività relativo al PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro), basato su un'ampia gamma di indicatori, conferma le evidenze desunte dalle indagini e segnala una perdurante perdita di slancio dell'attività economica nel corso del mese di agosto. Tali andamenti sono in linea con la contrazione stimata nel secondo trimestre del 2022, con la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) al -0,6 per cento. Rispetto alle proiezioni di giugno, questo risultato più negativo riflette una crescita più debole di quanto precedentemente previsto in Cina, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti.

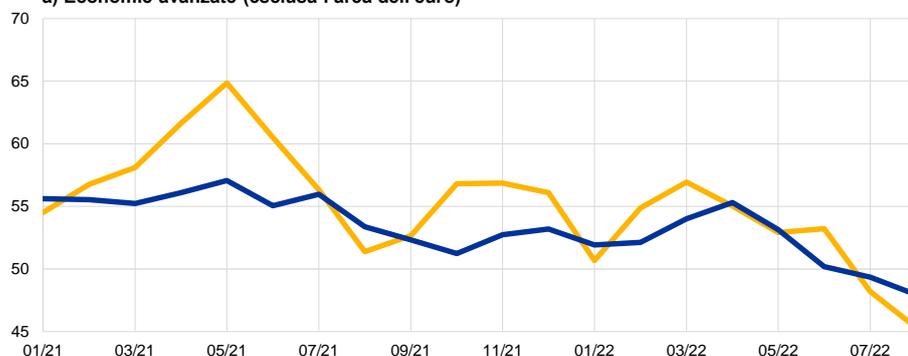
Grafico 1

Indice PMI relativo al prodotto per settore e tipo di economia

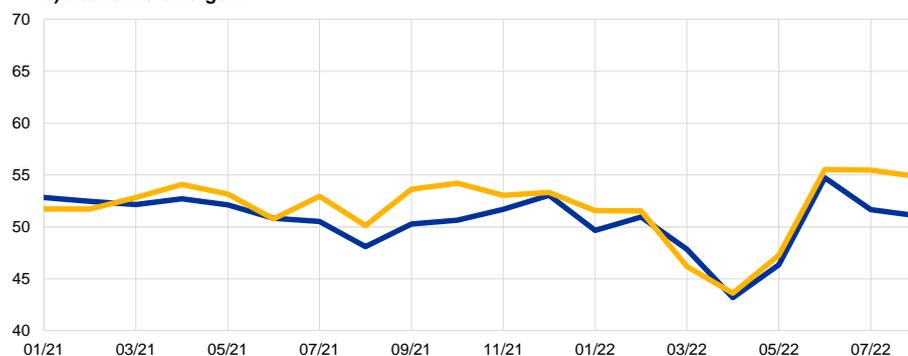
(indici di diffusione)

— Servizi
— Settore manifatturiero

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



b) Economie emergenti



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

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022.

Le prospettive per la crescita mondiale sono modeste, in un contesto in cui il PIL in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe aumentare del 2,9 per cento nel 2022, del 3,0 per cento nel 2023 e del 3,4 per cento nel 2024.

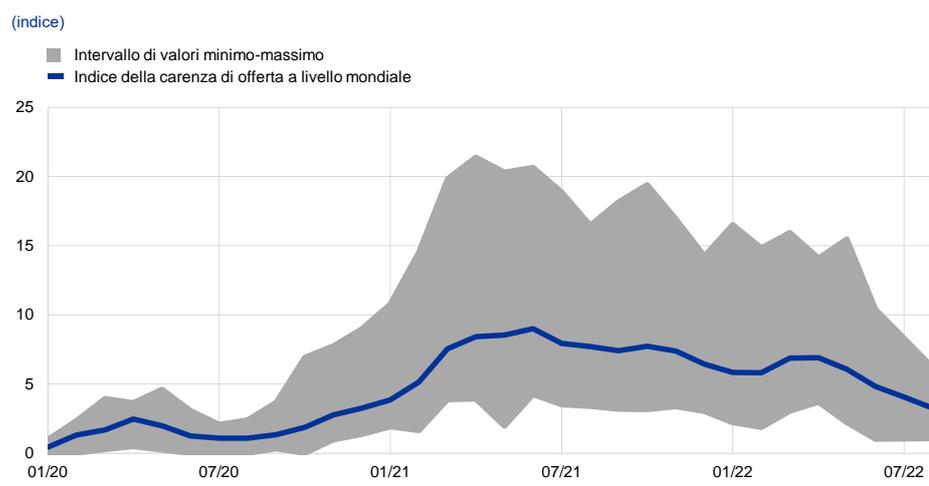
Nell'insieme ci si attende che, quest'anno e il prossimo, l'economia mondiale si espanda a un ritmo lievemente inferiore alla propria media di lungo periodo, in presenza di un rallentamento dell'attività nelle economie sia avanzate sia emergenti. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso giugno, il tasso di incremento del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) è stato rivisto al ribasso di 0,1, 0,4 e 0,2 punti percentuali rispettivamente

nel 2022, nel 2023 e nel 2024. Il peggioramento delle prospettive per la Cina e gli Stati Uniti spiega gran parte delle correzioni al ribasso della crescita nell'orizzonte temporale considerato. Nel Regno Unito il forte aumento dei prezzi dell'energia dovrebbe pesare notevolmente sull'attività, che dovrebbe iniziare a contrarsi al volgere dell'anno. Le revisioni al ribasso della crescita per quest'anno sono in parte compensate da una recessione lievemente più moderata del previsto in Russia, che finora ha mostrato una tenuta a fronte delle sanzioni economiche maggiore rispetto a quanto ci si aspettava, e da livelli di attività superiori alle attese in alcune grandi economie emergenti quali il Brasile, il Messico e la Turchia.

L'indebolimento dell'attività manifatturiera globale pesa su un interscambio che aveva già iniziato a rallentare nella primavera di quest'anno.

Nonostante le turbative dal lato dell'offerta dovute ai rigidi provvedimenti di chiusura a cui sono state sottoposte le maggiori province cinesi nella primavera di quest'anno, una perdita di slancio dell'interscambio è chiaramente riscontrabile nel commercio mondiale di beni, a fronte di una domanda privata di beni che nelle economie avanzate si sta gradualmente normalizzando da livelli elevati. Inoltre, le prospettive per l'interscambio mondiale di beni continuano a deteriorarsi, come indicato dai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, che in agosto sono rimasti in territorio negativo per il secondo mese consecutivo. In tale contesto, i tempi di consegna dei fornitori si sono ridotti, pur rimanendo al di sopra dei propri livelli precedenti in alcune delle principali economie, come Regno Unito e Stati Uniti. Anche la carenza di offerta si è attenuata per un'ampia gamma di prodotti del settore manifatturiero, contribuendo, insieme alla moderazione della domanda, ad attenuare parte delle pressioni dal lato dell'offerta a livello mondiale (cfr. il grafico 2). Nonostante ciò, alcune strozzature dal lato dell'offerta permangono.

Grafico 2
Indice della carenza di offerta a livello mondiale



Fonti: S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: l'indice della carenza di offerta a livello mondiale (Global Supply Shortages Index) misura in ciascun mese quante, fra le voci selezionate, sono scarsamente disponibili rispetto alla loro media di lungo periodo. Tale media fa riferimento al valore 1 dell'indice. L'intervallo ombreggiato di valori minimo-massimo si riferisce all'intervallo fra il 5° e il 95° percentile su 20 voci. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022.

Anche le prospettive per il commercio mondiale sono peggiorate. Ci si attende che le importazioni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) crescano del 4,6 per

cento nel 2022, del 2,7 nel 2023 e del 3,4 nel 2024, mentre la domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe indebolirsi lievemente, soprattutto nel 2023.

Nel confronto con le proiezioni dello scorso giugno, le prospettive per l'interscambio mondiale e per la domanda estera dell'area dell'euro sono state riviste al ribasso per gli ultimi anni dell'orizzonte di proiezione. Per quest'anno, tuttavia, sono state entrambe oggetto di una correzione verso l'alto alla luce di una dinamica del commercio più vigorosa del previsto nelle economie avanzate agli inizi del 2022, specialmente nel Regno Unito e nei paesi europei non appartenenti all'area dell'euro.

A livello mondiale le pressioni sui prezzi rimangono generalizzate ed elevate.

Esse riflettono i picchi dei prezzi delle materie prime, i perduranti vincoli dal lato dell'offerta, una domanda ancora relativamente robusta e condizioni tese nei mercati del lavoro, anche se le pressioni inflazionistiche dovrebbero gradualmente diminuire con la stabilizzazione dei mercati delle materie prime e l'indebolimento della crescita. L'inflazione complessiva sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE, esclusa la Turchia, è scesa lievemente, all'8,0 per cento a luglio dall'8,1 per cento di giugno, poiché l'aumento dell'inflazione di fondo è stato più che compensato dal minore contributo delle componenti energetica e alimentare¹. Allo stesso tempo, l'inflazione rimane sostenuta e ben al di sopra del livello osservato a metà del 2021, quando la domanda ha segnato una forte ripresa con la riapertura delle economie (cfr. il grafico 3).

Crescenti pressioni inflazionistiche emergono anche dall'aumento dei prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro.

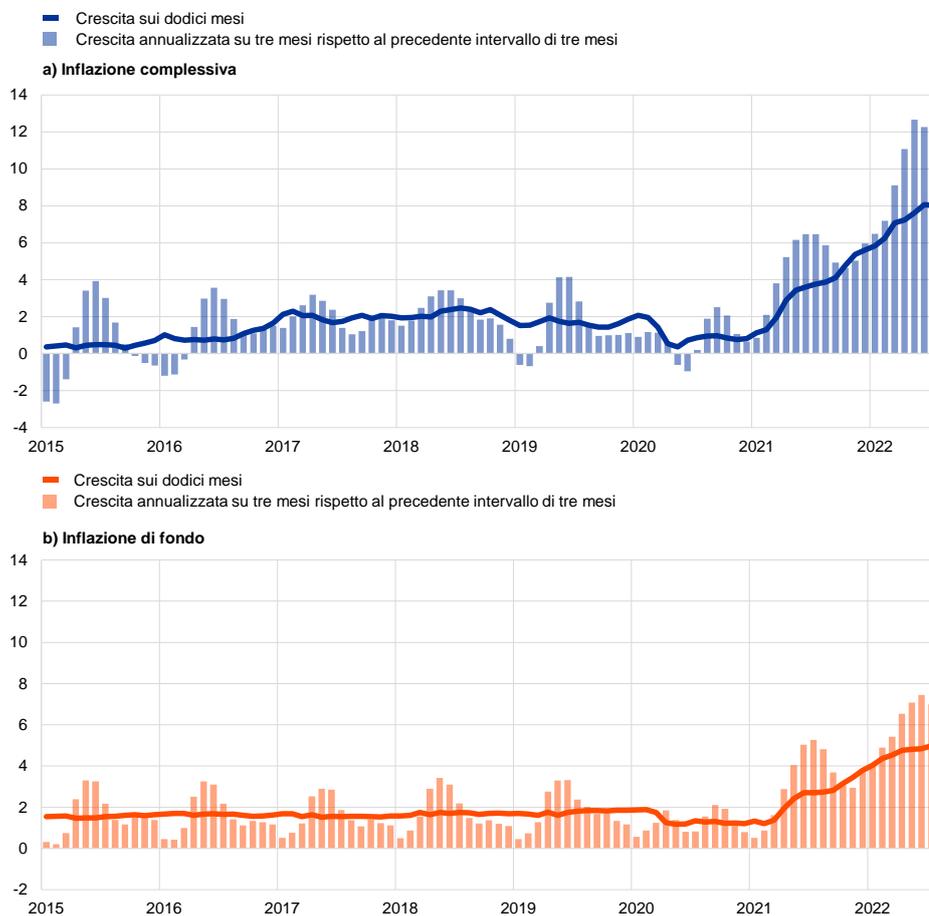
Tali prezzi (espressi nelle valute nazionali) sono stati rivisti al rialzo rispetto alle proiezioni di giugno, poiché l'impatto del lieve calo delle ipotesi sui prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche è più che compensato dalle maggiori pressioni inflazionistiche sui prezzi a livello sia interno, sia mondiale. Tuttavia, il previsto calo dei prezzi delle materie prime in linea con i rispettivi contratti future, assieme al deterioramento della crescita globale, dovrebbe attenuare le spinte inflazionistiche nel medio periodo.

¹ I dati sull'inflazione per l'area dell'OCSE sono riportati escludendo la Turchia. Ciò è dovuto al fatto che la Turchia, con un'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi pari al 79,6 per cento registrata a luglio, potrebbe essere considerata un'anomalia tra i paesi appartenenti all'organizzazione.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli aggregati OCSE riportati nei pannelli sono calcolati escludendo la Turchia. In Turchia l'inflazione complessiva e di fondo sui dodici mesi si è collocata rispettivamente al 79,6 e al 63,8 per cento. A luglio l'inflazione complessiva e di fondo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE compresa la Turchia (non riportata nei pannelli) era pari rispettivamente al 10,2 e al 6,8 per cento, a fronte del 10,3 e del 6,5 per cento di giugno. L'inflazione di fondo è al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2022.

I prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche sono diminuiti rispetto alle proiezioni di giugno, mentre i prezzi del gas in Europa sono ulteriormente aumentati.

Le pressioni al ribasso sui corsi petroliferi sono state correlate alla prospettiva di un allentamento della domanda di petrolio, riconducibile al peggioramento delle prospettive per l'economia mondiale e all'aumento della produzione mondiale di petrolio. A luglio quest'ultima ha raggiunto il livello più elevato da gennaio 2020. L'offerta russa di petrolio ha finora mostrato una tenuta superiore alle attese, ma ciò è in larga parte dovuto al fatto che la Russia ha riorientato le proprie esportazioni verso India, Turchia e Cina. Se da un lato i corsi petroliferi di recente sono diminuiti, dall'altro i prezzi del gas sono aumentati ulteriormente, principalmente per effetto delle riduzioni dell'offerta russa.

In particolare, la riduzione dell'80 per cento delle consegne di gas alla Germania attraverso l'oleodotto Nord Stream 1 a luglio e l'annuncio, più di recente, che tali flussi sarebbero stati nuovamente interrotti a tempo indeterminato hanno acuito i timori di una completa sospensione delle forniture di gas all'Europa occidentale da

parte della Russia. I prezzi dei metalli per uso industriale sono diminuiti in un contesto caratterizzato da timori circa la domanda cinese e, più in generale, circa il deterioramento delle prospettive economiche mondiali. Anche i prezzi dei beni alimentari sono diminuiti, principalmente per effetto degli accordi trilaterali conclusi dalla Turchia e le Nazioni Unite con Russia e Ucraina per la realizzazione di un corridoio sicuro per i trasferimenti di cereali ucraini.

Le condizioni finanziarie mondiali hanno registrato andamenti eterogenei dalle precedenti proiezioni in poi. Inizialmente le condizioni finanziarie si sono inasprite. L'inflazione elevata e in aumento ha determinato una normalizzazione della politica monetaria più rapida del previsto, maggiori rendimenti obbligazionari e una correzione delle attività rischiose. Tuttavia, con l'indebolimento delle prospettive di crescita, una parte significativa dell'inasprimento si è recentemente invertita, soprattutto nelle economie emergenti e, in misura minore, negli Stati Uniti e in altre economie avanzate. Tale allentamento compensa parte dell'impatto delle azioni intraprese dalle banche centrali, mentre in generale esse indicano che molto deve ancora essere fatto per contenere l'inflazione ai massimi storici. Data la natura dipendente dai dati della politica monetaria, le condizioni finanziarie rimangono sensibili ai nuovi andamenti macroeconomici e inflazionistici.

Negli Stati Uniti il PIL in termini reali si è nuovamente contratto nel secondo trimestre del 2022, in un contesto in cui la spesa delle famiglie si è indebolita e gli investimenti sono diminuiti. L'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e le forti pressioni dal lato dei costi hanno determinato un calo degli investimenti nell'edilizia residenziale, con la costruzione di nuove abitazioni che continua a diminuire. I consumi privati hanno segnato un rallentamento in presenza di un deterioramento del clima di fiducia dei consumatori e di un calo del reddito disponibile reale dovuto all'elevata inflazione. In prospettiva, l'espansione del PIL in termini reali dovrebbe diventare positiva a partire dal terzo trimestre, pur mantenendosi nel complesso modesta. L'inflazione complessiva è diminuita più del previsto a luglio, dopo l'accelerazione di giugno. A luglio, per effetto della diminuzione dei prezzi dei beni energetici, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è diminuita all'8,5 per cento, mentre l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 5,9 per cento.

L'economia cinese ha recuperato a giugno 2022, ma a luglio la ripresa si è arrestata. L'attività economica ha subito una brusca contrazione nel secondo trimestre del 2022 per effetto delle rigide misure di contenimento attuate nell'ambito della strategia zero-COVID cinese, in risposta ai focolai emersi nelle maggiori province. Si prevede che l'economia torni a crescere nella seconda metà di quest'anno, nell'ipotesi di un maggiore sostegno da parte delle politiche e di un'incidenza limitata dei focolai di COVID-19. Di conseguenza, rispetto all'esercizio di giugno, le prospettive di crescita per la Cina sono state riviste nettamente al ribasso per quest'anno e in misura lievemente inferiore per il resto dell'orizzonte di proiezione. Le pressioni sui prezzi al consumo in Cina si mantengono tuttavia moderate.

In Giappone si è assistito a un nuovo avvio della ripresa dell'attività economica, sostenuta dalla riapertura dell'economia. Dopo una contrazione nel primo trimestre del 2022, la ripresa economica si è riavviata nel secondo trimestre,

sostenuta da un recupero della domanda interna dopo l'allentamento delle restrizioni legate al COVID-19. L'economia dovrebbe mantenersi su un percorso di moderata ripresa. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC quest'anno dovrebbe rimanere al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento fissato dalla banca centrale giapponese, per poi scendere al di sotto successivamente.

Nel Regno Unito lo slancio espansivo dovrebbe indebolirsi ulteriormente, giacché il calo del reddito disponibile delle famiglie grava sulla spesa per consumi. La crescita del PIL in termini reali ha subito un rallentamento nel secondo trimestre del 2022 e dovrebbe diminuire ulteriormente nei prossimi trimestri. Dato il brusco aumento dell'inflazione, che dovrebbe crescere ulteriormente, ci si aspetta che l'attività economica inizi a contrarsi al volgere dell'anno. Le condizioni nel mercato del lavoro restano tese, mentre pressioni salariali generalizzate accrescono il livello persistentemente elevato dell'inflazione interna. Anche gli elevati prezzi delle materie prime dovrebbero continuare a sospingere verso l'alto l'inflazione al consumo per il resto dell'anno.

In Russia i dati recenti segnalano l'inizio di una recessione che probabilmente sarà meno grave rispetto alle attese precedenti. Nel secondo trimestre del 2022 il PIL in termini reali è diminuito del 5,8 per cento rispetto al trimestre precedente, suggerendo che la recessione prevista per quest'anno sarà probabilmente meno pronunciata rispetto a quanto indicato nelle proiezioni di giugno 2022 degli esperti dell'Eurosistema. Nondimeno, le proiezioni indicano un calo significativo dell'attività economica, perché sia la domanda interna sia il commercio internazionale risentono in misura crescente di sanzioni internazionali senza precedenti. Tali sanzioni hanno determinato un aumento dei prezzi all'importazione e turbative dal lato dell'offerta, fattori che esercitano pressioni al rialzo sull'inflazione. Tuttavia, parte di queste pressioni è stata di recente compensata da un rafforzamento del rublo e da una più debole domanda da parte dei consumatori.

2 Attività economica

L'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,8 per cento nel secondo trimestre del 2022. Ciò ha riflesso principalmente il dinamismo del settore dei servizi, con la rimozione delle restrizioni collegate alla pandemia che ha sostenuto la spesa per consumi nei servizi ad alta intensità di contatto. Sono aumentati i viaggi, favorendo in particolare i paesi con un'industria del turismo ampiamente sviluppata. Per contro, il settore manifatturiero ha risentito degli elevati costi dell'energia, dei tagli alle forniture di gas e delle protratte, seppur in calo, strozzature dal lato dell'offerta. Guardando al futuro, le conseguenze economiche della guerra in Ucraina continuano a rendersi evidenti, oscurando le prospettive per l'area dell'euro. Nel terzo trimestre si prevede un considerevole rallentamento dell'attività economica. Se nei mesi estivi il dinamismo del settore turistico ha continuato a sostenere la crescita economica dell'area dell'euro, l'effetto espansivo della riapertura dell'economia si sta gradualmente dissolvendo. Inoltre tutti i settori dell'economia subiscono l'impatto negativo dell'elevata inflazione e della perdurante incertezza, collegate, in particolare, alle interruzioni dell'offerta di gas e alle più ampie ripercussioni geopolitiche di una guerra di lunga durata. Ci si attende che questi stessi fattori continuino a gravare sull'attività dell'area dell'euro durante l'inverno 2022-2023. Per contro, le misure di bilancio finalizzate ad attenuare l'impatto dei più elevati prezzi dell'energia, i mercati del lavoro che nel complesso mostrano una buona capacità di tenuta e i risparmi accumulati dovrebbero contribuire a sostenere l'attività economica. Oltre il breve periodo, con il riequilibrio del mercato dell'energia, il calo dell'incertezza, la risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta e l'aumento dei redditi reali, la crescita economica dell'area dell'euro dovrebbe segnare una graduale ripresa.

Questa valutazione si riflette sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE, che prevedono una crescita del PIL in termini reali del 3,1 per cento nel 2022, dello 0,9 nel 2023 e dell'1,9 nel 2024. Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, le prospettive sono state riviste al rialzo per il 2022 e al ribasso per il 2023 e il 2024.

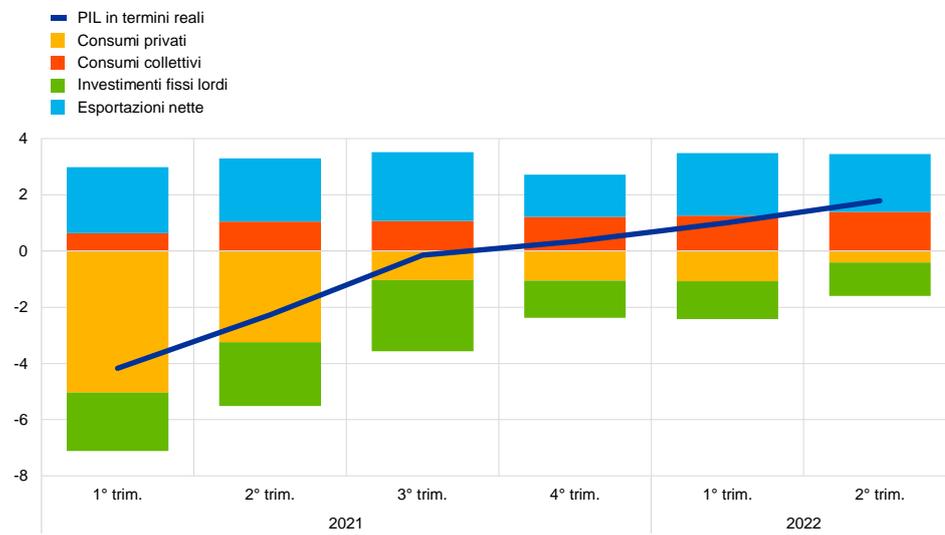
L'attività economica nell'area dell'euro ha beneficiato della riapertura dell'economia nel secondo trimestre del 2022.

Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,8 per cento sul trimestre precedente, trainato dal contributo positivo della domanda interna, laddove l'interscambio netto ha avuto un lieve impatto negativo. I consumi privati e gli investimenti sono aumentati notevolmente nel secondo trimestre, mentre i consumi collettivi hanno evidenziato un incremento più modesto (cfr. il grafico 4). La crescita inaspettatamente robusta del secondo trimestre va in gran parte ricondotta alla vigorosa attività nel settore dei servizi, in seguito alla rimozione di gran parte delle restrizioni connesse alla pandemia. I dati nazionali e gli indicatori a breve termine disponibili segnalano uno spostamento dei consumi privati dai beni ai servizi, soprattutto quelli a maggiore intensità di contatto. La spesa per consumi nei servizi collegati al turismo e all'ospitalità aveva già evidenziato un notevole vigore in primavera, a beneficio soprattutto dei paesi con un settore turistico ampiamente sviluppato come Spagna, Italia e Francia.

Grafico 4

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

(variazioni percentuali a partire dal quarto trimestre 2019; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

In prospettiva, vi sono chiari segnali di un protratto rallentamento dell'attività economica in un contesto di elevata inflazione e perdurante incertezza collegate alla guerra in Ucraina e agli andamenti connessi all'energia.

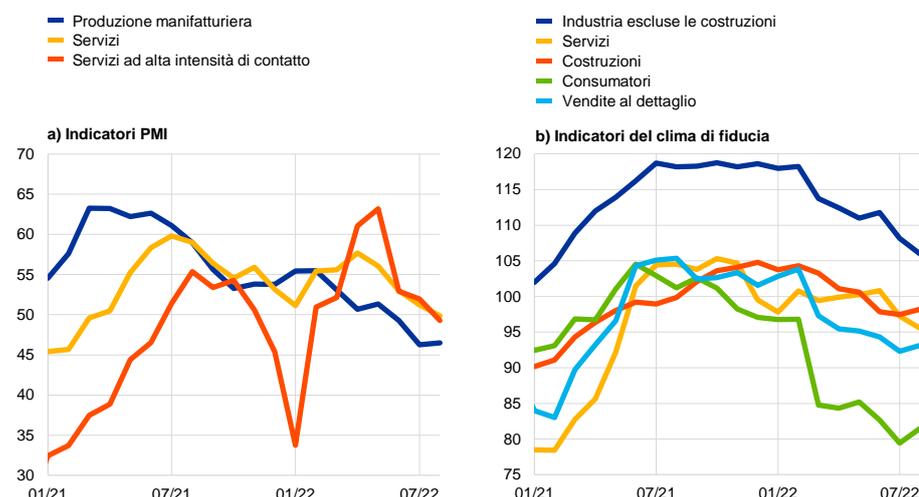
I più recenti risultati delle indagini segnalano una dinamica della crescita al ribasso in tutti i settori dell'economia nel terzo trimestre del 2022. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è sceso, ad agosto, al suo valore minimo negli ultimi 18 mesi, registrando una contrazione per il secondo mese consecutivo. Tale ulteriore calo continua a essere trainato dal settore manifatturiero, che risente degli elevati costi dell'energia, delle protratte - seppur in calo - strozzature dal lato dell'offerta e della domanda in diminuzione (cfr. il pannello a) del grafico 5). Ad agosto, il PMI relativo ai servizi è sceso a un livello che indica una stagnazione dell'attività. Ciò suggerisce che gli effetti positivi del recupero della spesa per consumi nei servizi dopo la pandemia si stanno attenuando per via del freno esercitato dalle pressioni sul costo della vita, nonostante l'impatto ancora favorevole dell'attività nel settore del turismo durante i mesi estivi. Inoltre, le strozzature collegate alla carenza di manodopera si sono notevolmente intensificate nel settore dei servizi. Anche i più recenti indicatori del clima di fiducia segnalano un rallentamento della dinamica di crescita in tutti i settori, nel terzo trimestre. L'ulteriore peggioramento dell'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) ad agosto è riconducibile, in larga misura, a un significativo indebolimento della fiducia nel settore industriale e, in misura minore, in quello dei servizi (cfr. il pannello b) del grafico 5). Il clima di fiducia dei consumatori ha registrato un lieve miglioramento ad agosto, dopo il minimo storico toccato a luglio. Ciononostante, il suo valore rimane al di sotto del precedente minimo storico raggiunto all'inizio della crisi del coronavirus (COVID-19). Tali ultimi andamenti riflettono la perdurante preoccupazione delle famiglie riguardo agli alti prezzi dei beni

energetici e alimentari, in un contesto di elevata incertezza circa l'impatto della guerra in Ucraina.

Grafico 5

Indicatori ricavati dalle indagini in diversi settori dell'economia

(pannello a): saldi percentuali; pannello b): saldi percentuali, febbraio 2020 = 100)



Fonti: S&P Global per il pannello a); Commissione europea ed elaborazioni della BCE per il pannello b).

Note: la voce "Servizi ad alta intensità di contatto" indica i servizi di alloggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022.

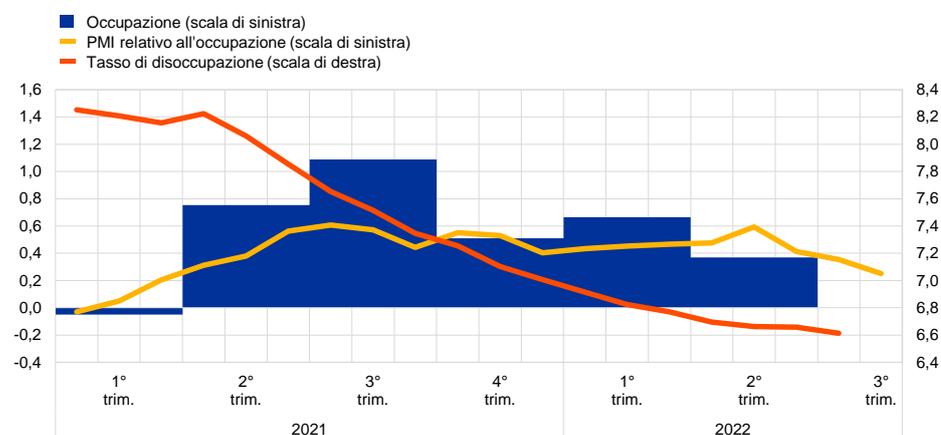
Nel contempo, il mercato del lavoro si è mantenuto robusto, sostenendo l'attività economica.

L'occupazione complessiva è cresciuta dello 0,4 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre del 2022, dopo un incremento dello 0,7 per cento nel primo trimestre. Ciò si traduce in un aumento del numero di occupati pari a 2,7 milioni di unità tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo del 2022. Il livello dell'occupazione complessiva è ora in linea con quanto implicito nella relazione storica fra tale parametro e il PIL in termini reali. Le ore lavorate sono aumentate dello 0,6 per cento nel secondo trimestre del 2022 e si collocano ora su un livello superiore dello 0,6 per cento rispetto a quello precedente la pandemia, nel quarto trimestre del 2019. A luglio 2022 il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,6 per cento, ossia a un livello lievemente inferiore (di 0,1 punti percentuali) rispetto a giugno e circa 0,8 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia, osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 6). Ha continuato a diminuire anche il ricorso alle misure di integrazione salariale, stimato allo 0,9 per cento delle forze di lavoro nel secondo trimestre del 2022, dopo l'1,4 per cento registrato nel primo trimestre. A titolo di raffronto, nel secondo trimestre del 2020 il ricorso alle misure di integrazione salariale aveva interessato oltre il 15 per cento delle forze di lavoro. Il mercato del lavoro dell'area dell'euro si è rafforzato notevolmente dall'inizio della pandemia. In particolare, nel primo trimestre del 2022 era disponibile un posto di lavoro ogni tre lavoratori disoccupati, e a luglio 2022 oltre il 33 per cento delle imprese dell'area dell'euro ha segnalato che la carenza di manodopera poneva limiti alla produzione. Tale andamento è stato generalizzato tra i diversi settori.

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: percentuali delle forze di lavoro)



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022 per l'occupazione, ad agosto 2022 per il PMI e a luglio 2022 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori a breve termine del mercato del lavoro continuano a segnalare una crescita dell'occupazione, nonostante alcuni segnali di indebolimento.

Il PMI composito mensile relativo all'occupazione si è attestato a 52,5 ad agosto, perdendo un punto rispetto al mese di luglio, rimanendo tuttavia al di sopra del livello soglia di 50 che indica un'espansione dell'occupazione. Il PMI relativo all'occupazione si è mantenuto in territorio espansivo da febbraio 2021.

Esaminando le dinamiche nei diversi settori, tale indicatore segnala una protratta, seppur più debole, crescita dell'occupazione nel settore industriale e in quello dei servizi e una diminuzione dell'occupazione nel settore delle costruzioni.

Dopo la ripresa del secondo trimestre, i consumi privati subiscono l'impatto negativo degli elevati livelli di inflazione e incertezza.

I consumi privati sono aumentati dell'1,3 per cento nel secondo trimestre, sostenuti dalle riaperture nei settori ad alta intensità di contatto. Tuttavia il consumo di beni è rimasto debole, continuando a risentire dell'inflazione elevata e dei vincoli dal lato dell'offerta. Nel secondo trimestre del 2022, le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,8 per cento, dopo un calo dello 0,6 per cento nel primo trimestre dell'anno e, nello stesso periodo, le immatricolazioni di nuove autovetture si sono mantenute significativamente al di sotto dei livelli pre-crisi, al 31,4 per cento. È probabile che i consumi di beni rimangano deboli nel terzo trimestre, dopo che le vendite al dettaglio a luglio hanno fatto registrare livelli inferiori dello 0,2 per cento rispetto alla media mensile del secondo trimestre. Il clima di fiducia è peggiorato ulteriormente nel terzo trimestre per effetto delle perduranti preoccupazioni economiche delle famiglie. A differenza di quanto osservato per i beni, la spesa per servizi è stata vigorosa nel secondo trimestre, in un contesto di graduale rimozione delle restrizioni legate alla pandemia e di riapertura dei settori ad alta intensità di contatto, incluso il turismo. Tuttavia, gli effetti positivi della riapertura sulla crescita dei consumi privati sembrano affievolirsi. Secondo le ultime indagini condotte dalla Commissione europea presso

consumatori e imprese, la domanda di servizi alberghieri, di ristorazione e di viaggio dovrebbe espandersi a un ritmo più lento nel terzo trimestre.

I risparmi delle famiglie stanno contribuendo ad attenuare, in parte, l'impatto dell'elevata inflazione. Alla fine del primo trimestre del 2022 i risparmi accumulati in eccesso rispetto ai livelli precedenti la pandemia ammontavano a 850 miliardi di euro. Tali risparmi dovrebbero contribuire, in qualche misura, a distribuire uniformemente i consumi nel caso di un calo dei redditi reali. Le famiglie appartenenti ai gruppi di reddito più bassi, tuttavia, hanno accumulato risparmi relativamente esigui e potrebbero dover ridurre il risparmio corrente o attingere alle somme accantonate. Tali famiglie sono fortemente esposte allo shock dei prezzi dei beni energetici e alimentari, nonostante le misure di bilancio a sostegno del reddito. Per contro, le famiglie con reddito medio-alto potrebbero utilizzare i risparmi accumulati a fini di spesa. Tuttavia, dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey), condotta dalla BCE a luglio emerge che le famiglie hanno rivisto fortemente al rialzo il loro bisogno percepito di una riserva di risparmi a scopo precauzionale. Inoltre l'inflazione elevata dovrebbe condurre a una più rapida erosione della riserva di risparmi accumulati in termini reali.

Ci si attende un rallentamento degli investimenti delle imprese, dopo il forte incremento nel secondo trimestre del 2022 riconducibile alla componente dei mezzi di trasporto. Nel secondo trimestre gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati dell'1,8 per cento sul periodo corrispondente, grazie alla ripresa nel settore della produzione di veicoli a motore in un contesto di graduale riduzione delle strozzature dal lato dell'offerta. Gli investimenti diversi dalle costruzioni sono aumentati nel secondo trimestre in tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto la Spagna. Nonostante il lieve calo osservato di recente, i produttori di beni di investimento dell'area dell'euro detengono ancora un ampio stock di ordini inevasi, come segnalato dagli indicatori della Commissione europea sugli ordinativi e sulle consistenze delle imprese, che si sono mantenuti ben al di sopra della media fino ad agosto. I dati delle indagini condotte dalla Commissione europea indicano che, nonostante alcuni miglioramenti osservati di recente, la mancanza di materiali e/o attrezzature resta il principale fattore che limita la produzione, mentre la domanda non viene percepita come un vincolo. Tuttavia l'incertezza correlata alla guerra in Ucraina, gli elevati prezzi dell'energia, l'aumento dei costi di finanziamento e il rischio di razionamento del gas sono tutti fattori che implicano un considerevole rallentamento nel terzo trimestre del 2022. A luglio il PMI relativo al settore manifatturiero e quello relativo ai nuovi ordinativi (ossia il flusso dei nuovi ordinativi) per i beni di investimento ha continuato a scendere, attestandosi saldamente in territorio negativo. Sebbene le condizioni di finanziamento restino favorevoli, il costo del credito per le aziende è fortemente aumentato dall'inizio della guerra in Ucraina. Gli investimenti delle imprese dovrebbero recuperare una vivace dinamica di crescita nel corso del 2023, sostenuti in parte dai fondi del Next Generation EU (NGEU).

Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un lieve calo nel secondo trimestre del 2022 e, secondo le attese, dovrebbero mantenersi deboli nel breve periodo. Gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,4 per cento nel secondo trimestre del 2022 rispetto al primo

trimestre, in cui si è osservata una crescita del 2,8 per cento sul periodo corrispondente. L'indicatore della Commissione europea sulla recente attività nel settore delle costruzioni ha continuato a scendere, in media, a luglio e ad agosto rispetto al secondo trimestre, mentre il PMI relativo all'edilizia residenziale ha registrato un'ulteriore diminuzione, proseguendo la sua incursione in territorio di crescita negativa. La quantità di ordinativi ricevuti dalle imprese continua ad apparire adeguata, come indica l'indagine della Commissione europea per il periodo fino ad agosto; tale fattore dovrebbe sostenere l'attività nel settore delle costruzioni nei mesi successivi. Tuttavia le imprese continuano a risentire in maniera significativa delle carenze dal lato dell'offerta, con i limiti alla produzione percepiti a causa della scarsità di manodopera che hanno raggiunto un nuovo massimo storico ad agosto e le strozzature relative ad attrezzature e materiali che si sono attenuate soltanto in lieve misura. Inoltre, le intenzioni delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione nel breve periodo sono nuovamente diminuite nel terzo trimestre, segnalando una domanda più debole. Ciò si riflette altresì in un ulteriore incremento della quota di imprese che individuano nell'insufficienza della domanda un fattore di limite alla produzione, unitamente al protratto calo dei nuovi ordini segnalato anche dal PMI relativo al settore delle costruzioni. L'indebolimento della domanda si inserisce in un contesto caratterizzato da elevata incertezza, significativo aumento dei costi di costruzione, riduzione dei redditi reali e condizioni di finanziamento più restrittive (cfr. il riquadro 4); tutti fattori che, in prospettiva, dovrebbero gravare in misura crescente sugli investimenti nell'edilizia residenziale.

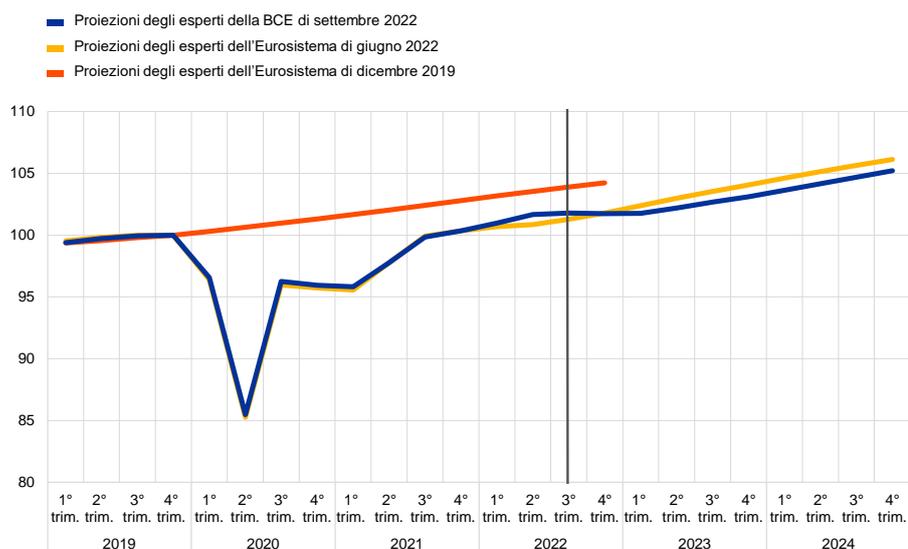
L'interscambio dell'area dell'euro ha perso slancio a seguito del rallentamento delle esportazioni al di fuori dell'area, mentre le prospettive segnalano una dinamica modesta dovuta all'indebolimento della domanda per le esportazioni di manifatture e servizi. A giugno le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area sono diminuite dopo la forte espansione del mese precedente, mentre la crescita delle importazioni dall'esterno ha registrato un rallentamento in entrambi i mesi. Il disavanzo dell'interscambio di beni nell'area dell'euro si è stabilizzato, mentre il conto corrente stagionalizzato è tornato a evidenziare un avanzo, sostenuto da un aumento del saldo relativo all'interscambio di servizi. La robusta dinamica delle esportazioni a maggio e il rallentamento osservato a giugno sono principalmente riconducibili alle esportazioni di prodotti chimici verso gli Stati Uniti, probabilmente a causa della temporanea ricostituzione delle scorte da parte degli importatori statunitensi. Gli indicatori di breve periodo relativi al trasporto di merci e quelli ricavati dalle indagini suggeriscono che le strozzature dal lato dell'offerta, pur rimanendo su livelli elevati, potrebbero essere in via di attenuazione. Ciò nonostante, le prospettive a breve termine segnalano un ulteriore peggioramento dell'interscambio dell'area dell'euro dovuto al concomitante calo della domanda di esportazioni nel settore manifatturiero e in quello dei servizi, come indicato dal PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero, che ha registrato una contrazione per entrambi i settori a luglio e ad agosto. Lo slancio della ripresa nell'interscambio di servizi, sebbene ancora sostenuto da una vigorosa stagione turistica, ha subito una moderazione a causa del vincolo esercitato sull'attività dalla carenza di manodopera e dal calo dei redditi reali.

Oltre il breve periodo, la crescita economica dell'area dell'euro dovrebbe registrare un graduale recupero con il venir meno dei fattori avversi gravanti sull'attività durante l'inverno 2022-2023. L'incertezza che caratterizza queste prospettive resta elevata. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022 prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 3,1 per cento nel 2022, allo 0,9 nel 2023 e all'1,9 nel 2024 (cfr. il grafico 7). Rispetto all'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, le prospettive di crescita sono state riviste al rialzo per il 2022 e al ribasso per il 2023 e il 2024. Secondo le proiezioni, la crescita trimestrale del PIL in termini reali sul periodo corrispondente dovrebbe essere pari all'1,4 per cento sia nel quarto trimestre del 2022 sia nel quarto trimestre del 2023, e al 2 per cento nel quarto trimestre del 2024. Da tali stime emerge come la proiezione del tasso di crescita medio del PIL in termini reali per il 2022 sia ampiamente influenzata da effetti di trascinamento positivi riconducibili al dinamismo osservato nella prima metà dell'anno, mentre la corrispondente proiezione per il 2023 subisce la forte influenza del rallentamento atteso nella seconda metà dell'anno.

Grafico 7

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

(indice; quarto trimestre del 2019 = 100; dati trimestrali destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2022* pubblicate sul sito Internet della BCE l'8 settembre 2022.

Nota: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022.

3 Prezzi e costi

In agosto l'inflazione ha continuato a crescere, raggiungendo il 9,1 per cento, con la dinamica dei prezzi dell'energia che si conferma la principale determinante dell'inflazione complessiva. Il vertiginoso aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari, le strozzature dal lato dell'offerta e le pressioni della domanda in alcuni settori connesse alla riapertura delle attività economiche continuano a sospingere l'inflazione verso l'alto. Le pressioni sui prezzi hanno continuato a rafforzarsi e diffondersi in tutta l'economia e l'inflazione potrebbe aumentare ulteriormente nel breve periodo. Con il graduale venir meno delle attuali determinanti dell'inflazione e con la trasmissione della normalizzazione della politica monetaria all'economia e al processo di formazione dei prezzi, l'inflazione si ridurrà. In prospettiva, gli esperti della BCE a settembre 2022 hanno rivisto significativamente al rialzo le proiezioni sull'inflazione, che si porterebbe in media all'8,1 per cento nel 2022, al 5,5 nel 2023 e al 2,3 nel 2024. L'inflazione al netto di beni energetici e alimentari dovrebbe raggiungere il 3,9 per cento nel 2022, il 3,4 nel 2023 e il 2,3 nel 2024. La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, sebbene le recenti revisioni di alcuni indicatori al di sopra dell'obiettivo richiedano un continuo monitoraggio.

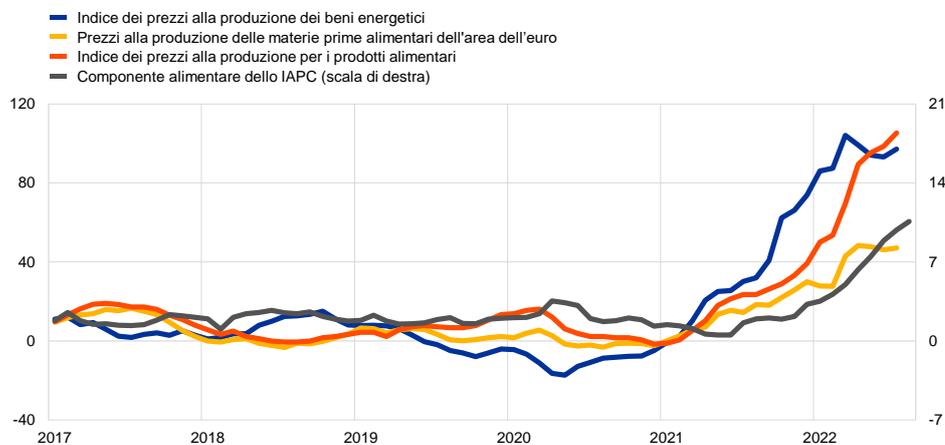
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat in agosto l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata ancora, raggiungendo il 9,1 per cento, dall'8,9 di luglio.

Tale incremento in agosto è stato determinato principalmente da ulteriori rialzi della componente alimentare e di quella che esclude i beni energetici e alimentari dell'inflazione misurata sullo IAPC. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi al consumo dei beni energetici è lievemente diminuito, rimanendo tuttavia eccezionalmente elevato, al 38,3 per cento, e tale componente del paniere ha continuato a contribuire per quasi la metà all'inflazione complessiva. L'inflazione dei beni energetici si è mantenuta elevata a causa degli alti prezzi di petrolio, gas ed elettricità, nonché degli aumenti eccezionali dei margini di raffinazione per il diesel e di distribuzione per i carburanti destinati al trasporto privato. Gli indicatori ricavati dai mercati suggeriscono che, nel breve periodo, i prezzi del petrolio scenderanno, mentre quelli all'ingrosso del gas si manterranno su livelli straordinariamente elevati. L'inflazione dei beni alimentari è cresciuta sensibilmente, dal 9,8 al 10,6 per cento tra luglio e agosto, spinta al rialzo dalle quotazioni mondiali delle materie prime alimentari e dall'aumento dei loro prezzi alla produzione nell'area dell'euro. Le pressioni sui prezzi dei prodotti alimentari riflettono in misura crescente il rialzo dei costi degli input connessi a energia e fertilizzanti, con conseguenze evidenti anche sull'andamento dei prezzi alla produzione (cfr. il grafico 8), nonché le turbative nell'interscambio di materie prime alimentari e le condizioni meteorologiche avverse.

Grafico 8

Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat

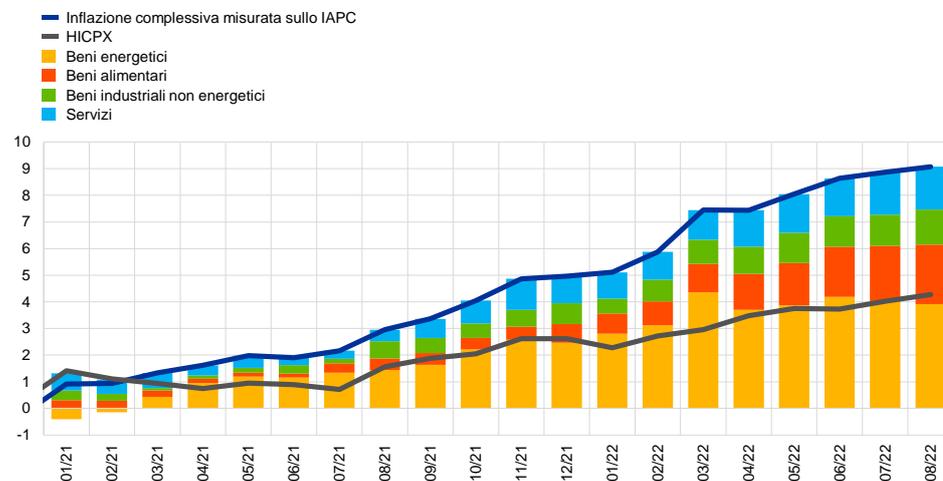
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022 per la componente alimentare dello IAPC (stima preliminare) e a luglio 2022 per le restanti voci.

In agosto lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è salito ulteriormente, al 4,3 per cento, a fronte di un incremento nell'inflazione sia dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG), sia dei servizi (cfr. il grafico 9). Anche in questo caso, i rincari degli input dovuti all'aumento dei prezzi dei beni energetici si sono confermati un fattore determinante. Il rialzo dei prezzi dei beni industriali non energetici ha raggiunto un nuovo picco, riflettendo in parte ancora le perduranti turbative dell'offerta a livello mondiale. Anche l'inflazione dei servizi è aumentata, per via degli effetti dei rincari energetici su voci come i trasporti, rafforzati dall'impatto dei rincari dei beni alimentari sui servizi di catering e dalle conseguenze della ripresa dell'attività economica in comparti come quello alberghiero. Tali effetti hanno più che controbilanciato il temporaneo impatto al ribasso determinato da alcuni interventi governativi come, ad esempio, il biglietto per il trasporto pubblico al costo di 9 euro in Germania, la cui validità è cessata in agosto.

Grafico 9

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022 (stima preliminare).

Le misure dell'inflazione di fondo si confermano su livelli elevati

(cfr. il grafico 10).

Da ciò si evince che le pressioni sui prezzi si stanno propagando a un numero crescente di settori e voci dello IAPC, in parte a causa dell'impatto sull'intera economia degli alti costi dell'energia. Fra i numerosi indicatori, la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti ha continuato ad aumentare. In agosto 2022 l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare ha raggiunto il 4,3 per cento, dal 4,0 del mese precedente. Altre misure sono disponibili solo fino a luglio. Se si escludono anche le componenti legate ai viaggi, all'abbigliamento e alle calzature, oltre che i beni energetici e alimentari, l'aumento registrato è stato lieve: al 3,6 per cento in luglio, dopo la diminuzione osservata nel mese precedente. In luglio l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, era aumentato dal 4,5 per cento di giugno al 4,9 per cento, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) ricavata dai modelli era diminuita ulteriormente, al 5,3 per cento. I tassi di variazione della componente PCCI rispetto al mese precedente sono rimasti sostanzialmente stabili, malgrado il perdurare di livelli elevati continui a indicare una forte dinamica al rialzo dell'inflazione di fondo fino a luglio. L'indicatore dell'inflazione interna, che rappresenta la dinamica dei prezzi delle voci dello IAPC con un contenuto di importazioni inferiore, aveva registrato ancora un aumento, superando il 4 per cento in luglio². È probabile che nel periodo compreso tra giugno e agosto l'introduzione temporanea, in Germania, del biglietto per il trasporto pubblico al costo di 9 euro abbia avuto un impatto al ribasso su alcune misure dell'inflazione di fondo, come, ad esempio, lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari; è possibile attendersi che tale effetto si inverta in settembre. Al tempo stesso, rimane incerto quanto saranno persistenti i livelli elevati di questi vari indicatori e misure. Gran parte della

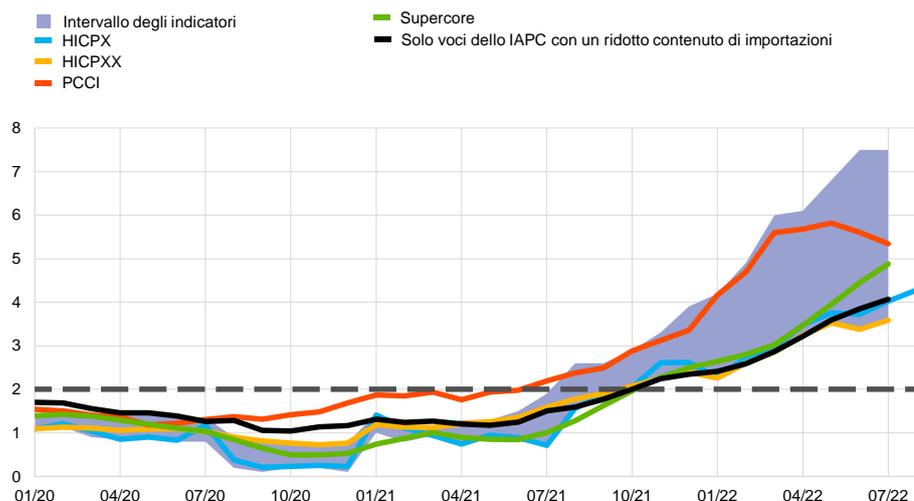
² Cfr. il riquadro 7 *Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

spinta al rialzo sull'inflazione di fondo è attribuibile agli effetti indiretti determinati dall'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari e dagli sviluppi eccezionali nell'equilibrio tra domanda e offerta legati alla pandemia e all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia.

Grafico 10

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2022 (stima preliminare) per l'HICPX e a luglio 2022 per le voci restanti.

Gli ultimi dati relativi alle retribuzioni contrattuali continuano a indicare dinamiche salariali relativamente moderate (cfr. il grafico 11).

Nel secondo trimestre del 2022 la crescita delle retribuzioni contrattuali ha registrato una flessione, dal 3,0 al 2,4 per cento, rispetto al periodo precedente.

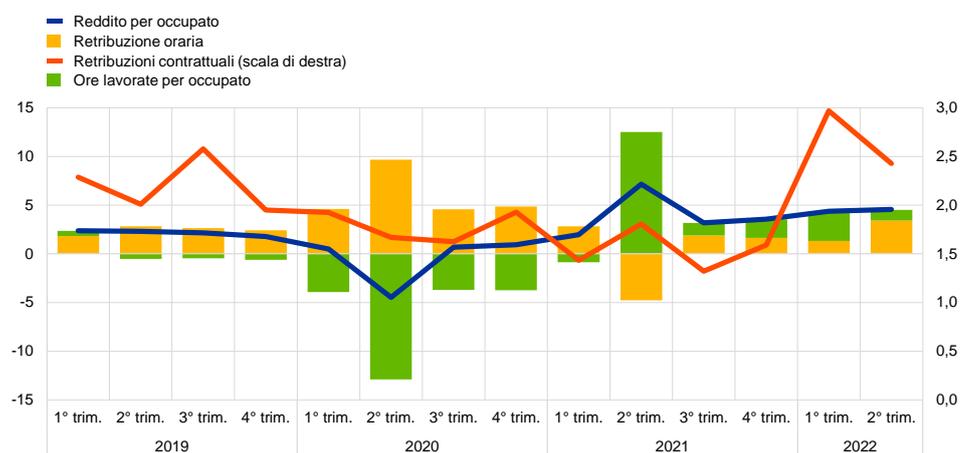
Tuttavia, tale andamento al ribasso non è del tutto indicativo delle dinamiche sottostanti, giacché gli accordi salariali comprendono anche pagamenti una tantum che possono determinare una notevole volatilità nei tassi di crescita sui dodici mesi. Il calo nella crescita delle retribuzioni contrattuali registrato nel secondo trimestre è attribuibile principalmente alle dinamiche osservate in Germania e agli effetti base dovuti alle ingenti erogazioni una tantum di giugno 2021. Le informazioni più recenti sugli accordi retributivi conclusi dall'inizio del 2022 indicano un certo rafforzamento della dinamica salariale, sebbene la crescita dei salari rimanga contenuta rispetto agli attuali tassi di inflazione. L'andamento delle retribuzioni effettive misurato dal reddito per occupato ha segnato un ulteriore rafforzamento nel secondo trimestre del 2022, con un incremento dal 4,4 al 4,6 per cento rispetto al periodo precedente. Tale dinamica è stata determinata da un aumento consistente del tasso di variazione sul periodo corrispondente della retribuzione oraria, pari al 3,4 per cento nel secondo trimestre 2022, rispetto all'1,3 del trimestre precedente (a causa degli effetti base). L'aumento delle ore medie lavorate ha continuato a sostenere la crescita dei redditi per occupato. Le distorsioni di tali indicatori legate alla pandemia stanno

diminuendo, dal momento che gli effetti dei provvedimenti adottati dai governi in relazione alle misure di integrazione salariale hanno continuato a diminuire.

Grafico 11

Scomposizione dei redditi per occupato in redditi per ora lavorata e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022.

Le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici rimangono vigorose ed è probabile che la trasmissione dei costi ai prezzi abbia accelerato (cfr. il grafico 12).

I dati di luglio riferiti ai beni industriali non energetici indicano un allentamento delle pressioni nei primi stadi della catena di formazione dei prezzi, a fronte di un ulteriore rafforzamento nelle fasi successive. Tra giugno e luglio 2022 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi ha registrato la seconda diminuzione consecutiva dalla metà del 2020, passando dal 20,7 al 18,5 per cento. A luglio 2022 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi sul mercato interno è diminuito ulteriormente, scendendo al 21,6 per cento dal 23,8 del mese precedente. I tassi di crescita dei prezzi all'importazione e dei prezzi alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari hanno offerto indicazioni lievemente contrastanti: in luglio i prezzi all'importazione sono scesi lievemente all'8,0 per cento, mentre quelli alla produzione sono saliti all'8,3 per cento. Si tratta comunque di variazioni eccezionalmente alte, se confrontate con il tasso medio sui dodici mesi registrato nel periodo compreso tra il 2001 e il 2019, pari allo 0,5 per cento. La dinamica dei prezzi all'importazione continua a essere caratterizzata da livelli elevati, in parte per l'accumularsi di pressioni inflazionistiche dovute al deprezzamento dell'euro. Stime aggiornate suggeriscono un'accelerazione nella trasmissione dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari rispetto al passato e la possibilità che l'inflazione dei beni industriali non energetici subisca ulteriori pressioni al rialzo nell'anno in corso³. Ciò è in linea con i dati relativi alle aspettative sui prezzi di

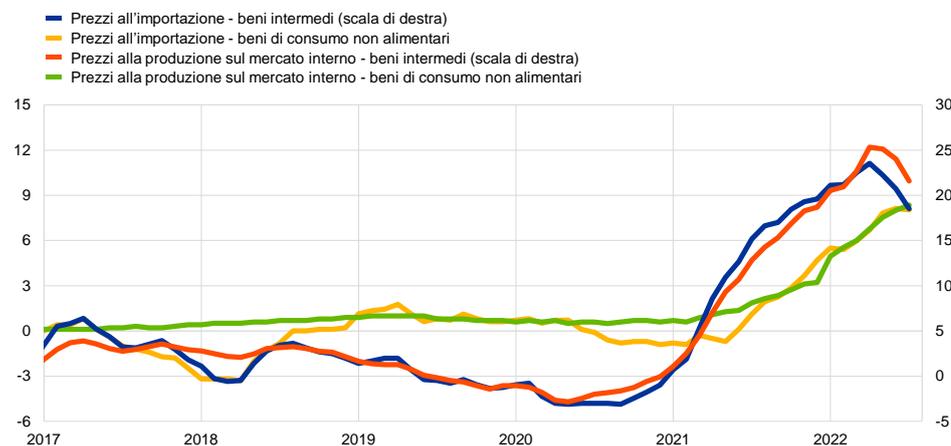
³ Cfr. il riquadro 7 *Andamenti recenti delle pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici nell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

vendita dei beni di consumo, che si confermano elevate, nonostante una lieve moderazione nel corso degli ultimi quattro mesi.

Grafico 12

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, sebbene le recenti revisioni di alcuni indicatori al di sopra dell'obiettivo richiedano un continuo monitoraggio. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini hanno continuato ad aumentare gradualmente, raggiungendo livelli prossimi o lievemente superiori al 2 per cento, mentre quelle basate sui mercati sono diminuite oltre le scadenze a brevissimo termine, in un contesto di significativa volatilità (cfr. il grafico 13). Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) di luglio 2022, le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2026) sono ulteriormente cresciute, al 2,2 per cento, mentre quelle di Consensus Economics si sono collocate al 2,1 per cento in luglio, in rialzo dall'1,9 del trimestre precedente. Nel contempo, secondo l'indagine SPF, sia l'aspettativa mediana sia quella modale sono rimaste stabili al 2,0 per cento. In base all'ultima indagine della BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), a luglio le aspettative di inflazione da medio a lungo termine sono rimaste invariate al 2,0 per cento. L'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE ha mostrato che in luglio le aspettative di inflazione a più lungo termine (su un orizzonte temporale di tre anni) delle famiglie sono ulteriormente aumentate⁴. Nel periodo di riferimento le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono sostanzialmente diminuite oltre le scadenze a brevissimo termine, a fronte del consolidarsi delle aspettative di un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria e in un contesto caratterizzato da timori circa un futuro rallentamento della crescita economica. Il calo registrato dalle misure di compensazione dell'inflazione cela una notevole volatilità per il periodo in esame, in particolare per le scadenze a breve termine, che hanno

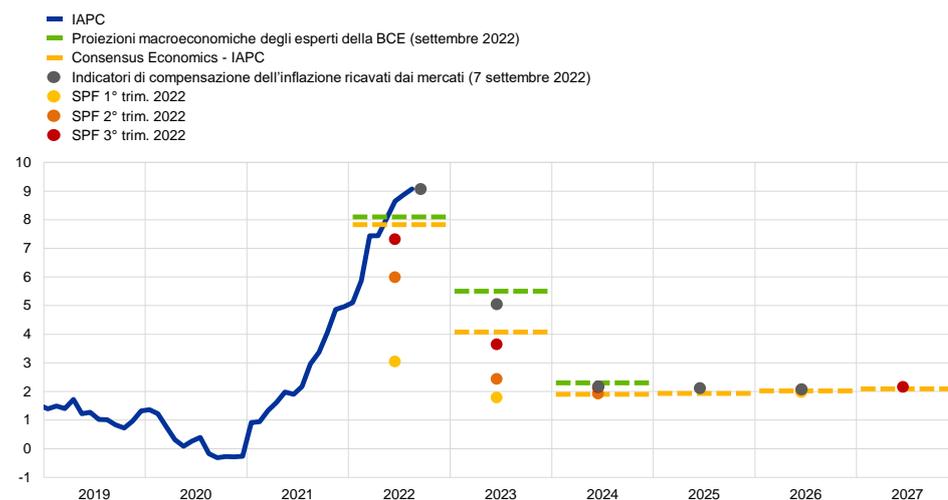
⁴ Cfr. [ECB Consumer Expectations Survey results – July 2022](#), comunicato stampa, 2 settembre 2022.

registrato un'impennata a seguito dei forti rincari dell'elettricità, per poi tornare a diminuire sulla scia di quanto comunicato in merito alle iniziative politiche intraprese dall'UE al fine di mitigare la crisi energetica. Sulla base di questi indicatori ricavati dai mercati, ora ci si attende che nel corso del 2024 l'inflazione torni a circa il 2 per cento per rimanere poi prossima a tale livello, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,2 per cento. È importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto includono premi per il rischio volti a compensare l'incertezza connessa all'inflazione. La relativa stabilità delle misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle indagini, che non integrano i premi per il rischio di inflazione, suggerisce che l'attuale volatilità delle misure a lungo termine ricavate dai mercati rifletta prevalentemente la variazione dei premi per il rischio.

Grafico 13

Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* ed elaborazioni della BCE.
 Note: la serie relativa agli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dal mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 7 settembre 2022. L'indagine SPF relativa al terzo trimestre del 2022 si è svolta tra il 1° e il 5 luglio 2022. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a luglio 2022 per il 2024, il 2025, il 2026 e il 2027 e ad agosto 2022 per il 2022 e il 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 25 agosto 2022. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce ad agosto 2022 (stima preliminare).

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva si manterrà elevata nel breve periodo, per poi tornare a scendere verso una media del 5,5 per cento nel 2023 e del 2,3 per cento nel 2024 (cfr. il grafico 14).

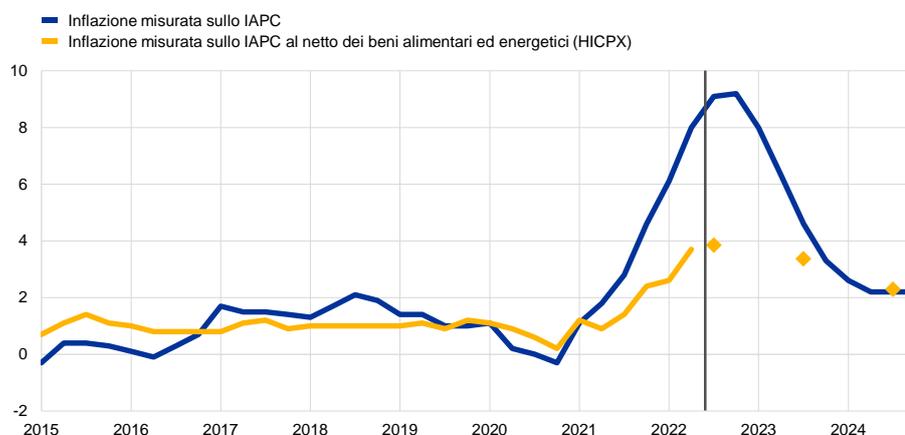
Per quanto riguarda il tasso di crescita sui dodici mesi dell'inflazione relativo al quarto trimestre dell'anno, si prevede che sia pari al 9,2 per cento nel 2022, al 3,3 nel 2023 e al 2,2 nel 2024. L'inflazione sta continuando a registrare forti aumenti sulla scia degli ampi shock ulteriori dal lato dell'offerta, che si stanno trasmettendo ai prezzi al consumo a un ritmo più veloce rispetto al passato. L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrebbe superiore al 9 per cento per il resto del 2022 a causa

dei corsi estremamente elevati delle materie prime energetiche e alimentari, oltre che delle spinte al rialzo esercitate dalla riapertura dell'economia, dalle carenze nell'offerta e dalle condizioni tese nei mercati del lavoro. L'atteso calo dell'inflazione da una media dell'8,1 per cento nel 2022 al 5,5 nel 2023 e al 2,3 nel 2024 riflette principalmente la forte diminuzione delle componenti energetica e alimentare come conseguenza di effetti base negativi e dell'ipotizzata flessione dei prezzi delle materie prime, in linea con le quotazioni dei contratti future. Lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe mantenersi su livelli massimi nel confronto storico fino alla metà del 2023; è tuttavia previsto anche che diminuisca nel periodo successivo con il venir meno degli effetti esercitati dalla riapertura dell'economia e l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e delle pressioni sui costi degli input energetici. L'inflazione complessiva rimarrebbe al di sopra dell'obiettivo della BCE del 2 per cento nel 2024. Ciò è dovuto al ritardo nella trasmissione degli elevati prezzi dell'energia alle componenti non energetiche dell'inflazione, al recente deprezzamento dell'euro, alla robustezza dei mercati del lavoro e ad alcuni effetti della compensazione per l'aumento dell'inflazione sui salari, che dovrebbero crescere a tassi ben superiori alle medie storiche. Rispetto all'esercizio previsivo condotto dagli esperti dell'Eurosistema nello scorso giugno, l'inflazione complessiva è stata rivista al rialzo in misura considerevole per il 2022 e il 2023 (rispettivamente di 1,3 e 2,0 punti percentuali) e in modo lieve per il 2024 (0,2 punti percentuali). Ciò riflette dati recenti superiori alle attese, forti aumenti nelle ipotesi relative ai prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, una più vigorosa dinamica salariale e il recente deprezzamento dell'euro. Tali effetti più che compensano l'impatto verso il basso esercitato dal recente calo delle quotazioni delle materie prime alimentari, da strozzature dal lato dell'offerta meno gravi di quanto ipotizzato in precedenza e dall'indebolimento delle prospettive per la crescita.

Grafico 14

Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC e sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2022*.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2022 (dati) e al quarto trimestre del 2024 (proiezioni). I dati inclusi nelle proiezioni sono aggiornati al 25 agosto 2022. Le serie storiche dell'inflazione misurata sullo IAPC e sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX) hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per lo IAPC e annuale per l'HICPX.

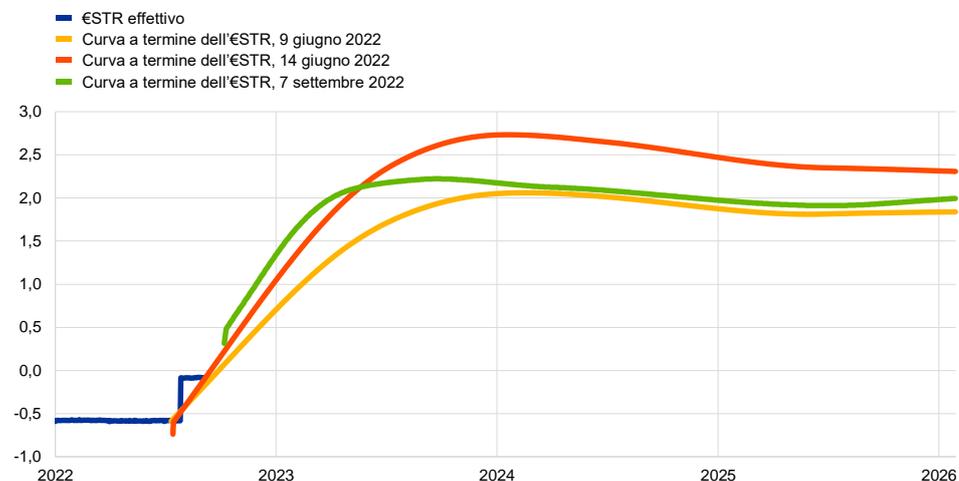
Nel periodo in esame (dal 9 giugno al 7 settembre 2022) i prezzi delle attività finanziarie nell'area dell'euro sono stati volatili con gli operatori di mercato impegnati a valutare le implicazioni delle elevate pressioni inflazionistiche e del rischio di recessione sull'andamento atteso della politica della banca centrale in merito ai tassi di interesse. In ultima analisi, i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati in quanto gli operatori di mercato hanno rivisto le proprie aspettative verso un inasprimento più rapido e pronunciato della politica monetaria. Analogamente, sono aumentati anche i tassi a lungo termine privi di rischio. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono saliti di concerto con i tassi privi di rischio e i relativi differenziali hanno registrato variazioni contenute, anche se con andamenti più volatili in alcuni paesi. L'aumento dei tassi e il deterioramento delle prospettive di crescita hanno pesato sulle attività societarie rischiose. Nel complesso i differenziali sulle obbligazioni societarie europee si sono ampliati e le quotazioni azionarie sono diminuite. L'euro si è ulteriormente deprezzato su base ponderata per l'interscambio a causa dei timori per la crescita dell'area dell'euro e il tasso di cambio euro/dollaro si è portato su valori lievemente inferiori alla parità.

Dalla riunione del Consiglio direttivo tenutasi a giugno i tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati con gli operatori di mercato che hanno rivisto le proprie aspettative, anticipando un inasprimento più rapido e pronunciato della politica monetaria. Nel periodo di riferimento, l'€STR si è collocato in media a -34 punti base e la liquidità in eccesso è diminuita di circa 39 miliardi di euro, fino a 4.578 miliardi. La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basato sul tasso di riferimento €STR, ha evidenziato un profilo volatile. Nel complesso, poiché i timori relativi all'inflazione hanno avuto maggior peso rispetto al crescente rischio di recessione, la curva a termine dei tassi OIS ha dato segnali sempre più chiari di aspettative di un inasprimento più rapido e pronunciato della politica dei tassi della BCE (cfr. il grafico 15). Al termine del periodo di riferimento, l'aumento cumulato dei tassi implicito nella curva a termine del tasso OIS è di circa 150 punti base entro la fine del 2022, con un tasso massimo pari a circa il 2,2 per cento nell'ultima parte del 2023.

Grafico 15

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

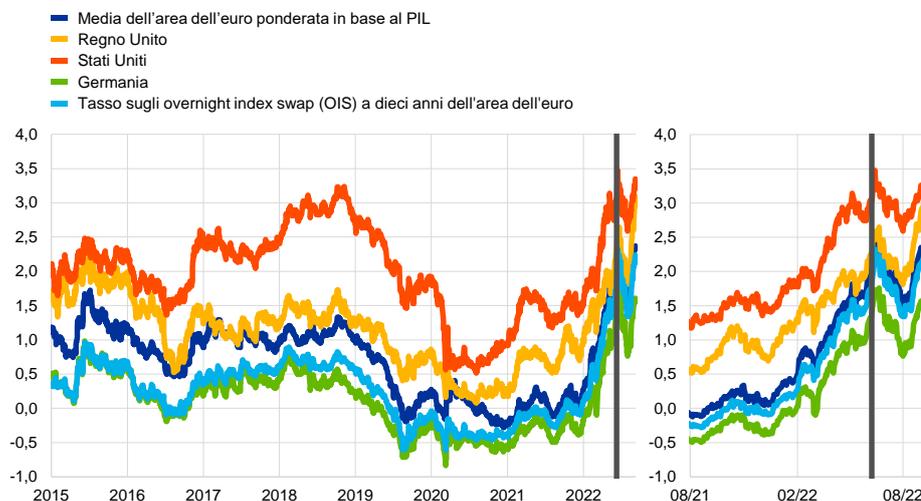
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono aumentati a seguito della revisione da parte dei mercati delle aspettative sulla futura traiettoria della politica monetaria (cfr. il grafico 16). Il periodo in esame è stato caratterizzato da una spiccata volatilità dei rendimenti obbligazionari a più lungo termine a livello mondiale, determinata dalle continue revisioni delle aspettative degli operatori di mercato circa l'orientamento adottato dalle banche centrali in risposta alle varie notizie sull'inflazione e sulle prospettive di crescita. Nel complesso, i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area dell'euro sono lievemente aumentati: i rendimenti medi ponderati per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono saliti di 16 punti base rispetto al livello registrato in occasione della riunione del Consiglio direttivo di giugno, portandosi al 2,3 per cento circa. Analogamente, i rendimenti dei titoli di Stato decennali di Stati Uniti, Regno Unito e Germania sono cresciuti di 22, 71 e 14 punti base, portandosi rispettivamente al 3,3, al 3,0 e all'1,6 per cento.

Grafico 16

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

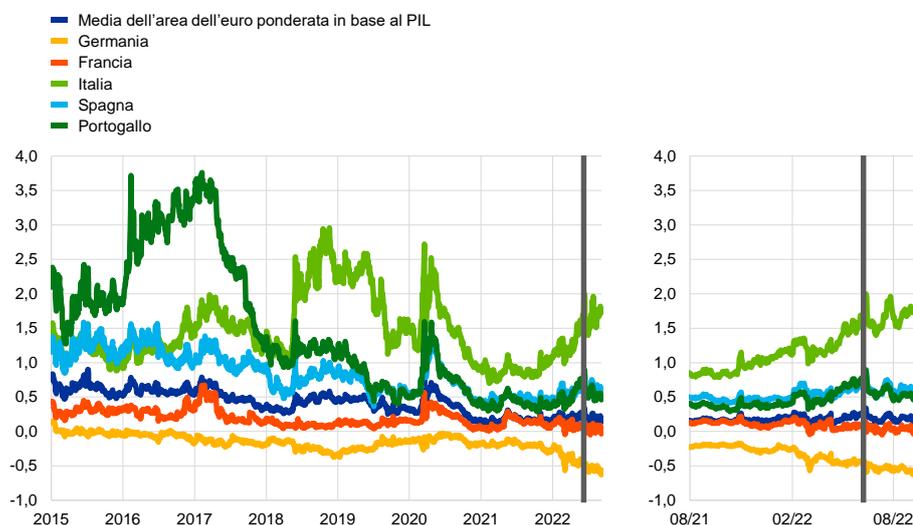
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (9 giugno 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 settembre 2022.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio hanno mostrato andamenti pressoché analoghi e i differenziali sui titoli di Stato sono rimasti quasi invariati (cfr. il grafico 17). Mentre i tassi privi di rischio hanno evidenziato marcate oscillazioni nel periodo in esame, il differenziale tra i rendimenti ponderati per il PIL delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro e il corrispondente tasso OIS è rimasto relativamente stabile, diminuendo di 12 punti base. Alla fine del periodo in esame le variazioni dei differenziali di rendimento dei singoli titoli di Stato differivano leggermente da un paese all'altro: ad esempio, in Italia e Portogallo si è verificata una diminuzione rispettivamente di 10 e 29 punti base del differenziale decennale, mentre quello sui Bund tedeschi ha perso altri 14 punti base. Al tempo stesso, i differenziali italiani hanno mostrato un andamento volatile con l'acuirsi della crisi politica interna, anche se ciò ha comportato ripercussioni limitate su quelli degli altri paesi.

Grafico 17

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 (9 giugno 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 settembre 2022.

Grafico 18

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (9 giugno 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 settembre 2022.

I crescenti timori per le prospettive economiche e l'inasprimento della politica monetaria hanno continuato a gravare sui differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, che nel complesso del periodo in esame si sono ampliati. I timori di un futuro rallentamento della crescita economica, alcune revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili e l'inasprimento atteso della politica monetaria hanno determinato un lieve ampliamento dei

differenziali nel periodo di riferimento. Nel complesso, quelli sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento sono aumentati di 18 punti base, mentre quelli sui titoli societari di qualità più elevata (investment grade) hanno mostrato una certa tenuta e hanno chiuso il periodo in esame con un rialzo di 2 punti base.

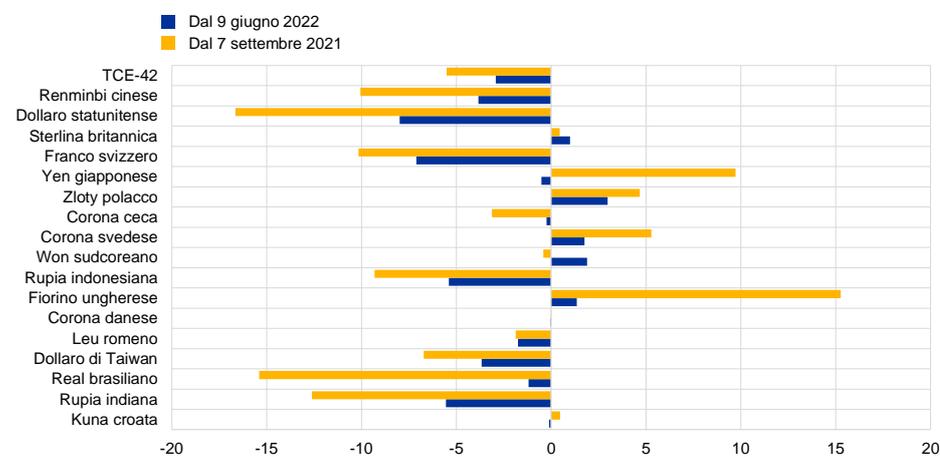
Nel periodo di riferimento, i mercati azionari europei hanno segnato una flessione riconducibile a fattori simili a quelli che hanno inciso sui mercati delle obbligazioni societarie (cfr. il grafico 18). Durante tutto il periodo in esame i mercati azionari europei hanno subito oscillazioni, data la loro sensibilità a ogni notizia sulle prospettive di inflazione e crescita e alle relative implicazioni per le politiche sui tassi delle banche centrali a livello mondiale. In ultima analisi, i mercati azionari dell'area dell'euro hanno registrato una complessiva flessione nel periodo in esame. Nello specifico, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) e delle banche nell'area dell'euro sono diminuite, rispettivamente, del 5,7 e dell'11,3 per cento. I corsi azionari hanno risentito negativamente di alcune revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili, del considerevole ridimensionamento della crescita attesa del PIL in termini reali nell'area dell'euro, probabilmente non ancora del tutto riflesso dalle suddette aspettative, e del più elevato livello dei tassi di interesse a lungo termine. Il calo delle quotazioni azionarie delle SNF e delle banche è stato attutito da quello del premio per il rischio azionario (cfr. la sezione 5). Anche negli Stati Uniti l'aumento dei tassi di interesse e i timori di una recessione hanno determinato un calo del 3,1 per cento delle quotazioni azionarie delle banche, ma solo dello 0,8 per cento di quelle delle SNF, che hanno così dimostrato una maggiore capacità di tenuta.

Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato a deprezzarsi su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 19). Nel complesso, durante il periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito del 2,9 per cento. La generale debolezza dell'euro si è anche riflessa in un deprezzamento dell'8 per cento dell'euro rispetto al dollaro statunitense, con quotazioni lievemente al di sotto della parità alla fine del periodo di riferimento, in presenza di crescenti timori per le prospettive di crescita dell'area dell'euro e di un più rapido inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti. L'euro si è anche deprezzato nei confronti del franco svizzero (del 7,1 per cento) e dello yen giapponese (dello 0,5 per cento), apprezzandosi invece dell'1 per cento contro la sterlina britannica. La valuta europea si è indebolita anche in confronto alle divise di gran parte delle economie emergenti, inclusa la rupia indiana (del 5,5 per cento) e il renminbi cinese (del 3,8 per cento).

Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE

Note: TCE-42 è il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 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 7 settembre 2022.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

Dalla fine di maggio i tassi applicati ai prestiti e i costi della provvista bancaria sono aumentati, mentre prosegue la normalizzazione della politica monetaria. Il tasso di crescita dei prestiti alle imprese è stato robusto in termini nominali e il credito alle famiglie si è dimostrato solido, pur evidenziando i primi segnali di moderazione. Nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 7 settembre, il costo del capitale di rischio per le imprese è considerevolmente diminuito, mentre è aumentato quello del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato. Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese ha segnato un'espansione, principalmente per effetto dell'incremento dei prestiti bancari. La crescita dell'aggregato monetario ampio ha confermato la tendenza al rallentamento, riflettendo la conclusione, a luglio, degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema e i più elevati costi dell'energia a carico di famiglie e imprese dell'area dell'euro, che riducono il reddito disponibile.

Negli ultimi mesi, con il proseguire della normalizzazione della politica monetaria, i costi di provvista delle banche dell'area dell'euro sono stati complessivamente più elevati. La forte tendenza al rialzo del costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro osservata all'inizio del 2022 si è interrotta a luglio (cfr. il pannello a) del grafico 20). Dall'inizio del 2022, l'aumento dei tassi privi di rischio ha spinto la crescita dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie oltre i livelli registrati prima dell'avvio del programma di acquisto di attività nel 2015, nonostante una certa volatilità osservata a partire dalla riunione di giugno del Consiglio direttivo (cfr. il pannello b) del grafico 20). Con il recente innalzamento dei tassi di interesse a luglio 2022, la BCE ha posto fine alla politica dei tassi negativi per la prima volta in otto anni. La maggior parte delle banche ha iniziato a incrementare la remunerazione dei depositi della clientela, che rappresentano una quota considerevole della provvista bancaria dell'area dell'euro.

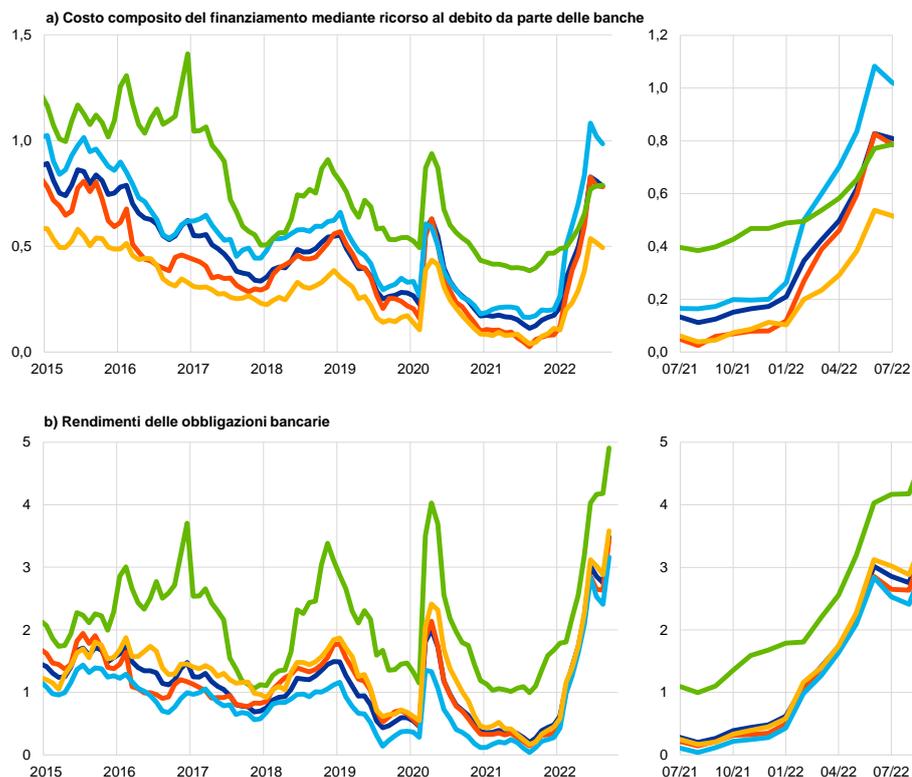
I bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi, ma iniziano a riflettere l'indebolimento del contesto economico. I coefficienti patrimoniali delle banche dell'area dell'euro si sono ridotti, tornando sui livelli precedenti la pandemia. Mentre prosegue la normalizzazione della politica monetaria, inoltre, la redditività delle banche è sostenuta dall'aumento del margine di interesse netto. Malgrado gli ulteriori progressi compiuti dalle banche anche nella riduzione delle quote di crediti deteriorati, alcune misure della qualità degli attivi sono peggiorate. Il recente calo del rapporto prezzo/valore contabile (price-to-book ratio) segnala un certo deterioramento delle prospettive per le banche, in presenza di un indebolimento del quadro economico e di un aumento del rischio di credito.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono rappresentati da una media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni sui depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2022 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 7 settembre 2022 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente aumentati dalla fine di maggio, dal momento che le banche riducono l'offerta di prestiti. Il brusco aumento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro dall'inizio del 2022 ha spinto al rialzo i tassi sui prestiti, soprattutto per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie (cfr. il grafico 21).

A luglio il tasso composito sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha evidenziato un altro marcato incremento, portandosi al 2,15 per cento. L'aumento mensile di 18 punti base ha determinato un innalzamento dei tassi sui mutui ipotecari pari a 84 punti base in termini cumulati dall'inizio dell'anno. Nel contempo, i tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono stati più volatili e a luglio sono scesi in misura lieve, di 6 punti base, raggiungendo l'1,77 per cento, dopo essere aumentati di 41 punti base dall'inizio del 2022. Per i prossimi mesi, sulla base del marcato incremento registrato dagli indici di diffusione⁵, le evidenze

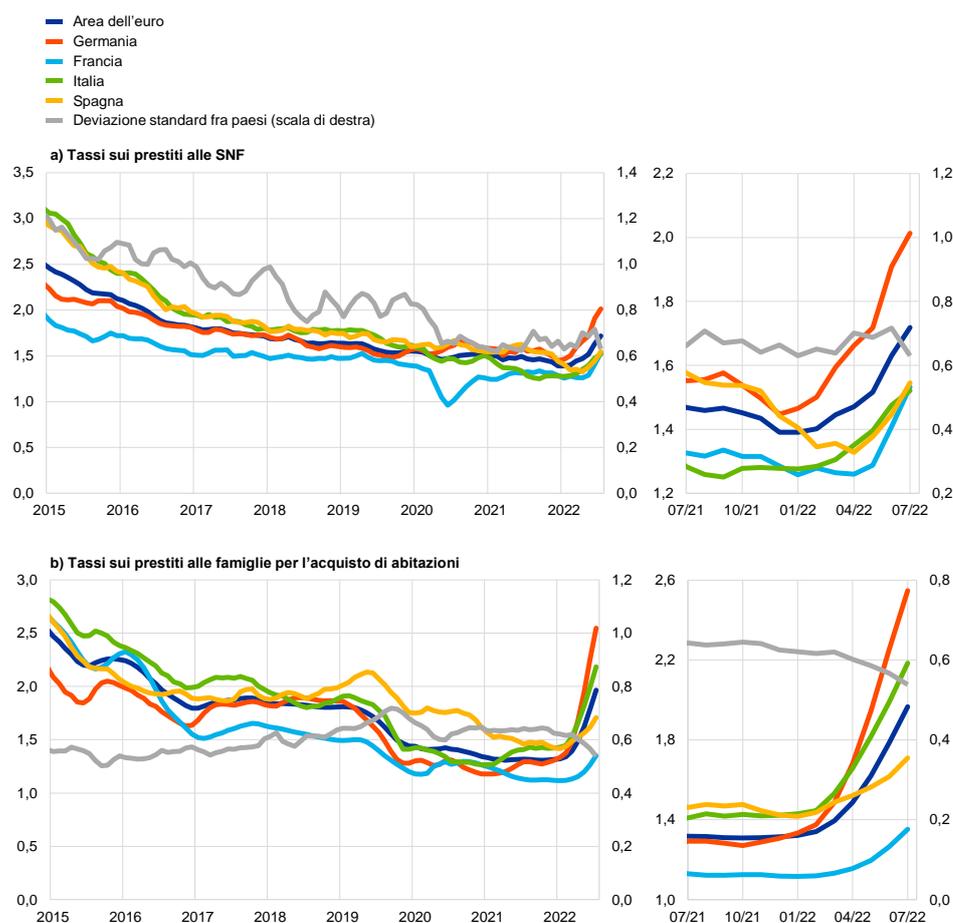
⁵ Tali indici, calcolati a partire da dati micro, quantificano il numero netto di banche che stanno innalzando i tassi sui prestiti alle imprese e solitamente hanno proprietà di indicatori anticipatori.

disponibili suggeriscono un ulteriore aumento dei tassi sui prestiti erogati alle imprese. Dal lato dell'offerta, l'andamento dei tassi sui prestiti riflette un inasprimento dei criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie, come segnalato nell'edizione di luglio dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#), dal momento che sono aumentati i rischi al ribasso connessi alle prospettive economiche ed è in atto il processo di normalizzazione della politica monetaria. Dal lato della domanda, i rincari dell'energia hanno accresciuto il fabbisogno di finanziamento delle imprese e influito negativamente sui bilanci delle famiglie, soprattutto di quelle a basso reddito. Inoltre, secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori, ([Consumer Expectations Survey, CES](#)), sono diminuite le attese di una crescita economica e sono cresciuti i timori di perdere il lavoro. Il differenziale fra i tassi sui prestiti bancari di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato ha segnato valori prossimi ai livelli antecedenti la pandemia, a indicare che, in termini relativi, le condizioni del credito bancario per le piccole e medie imprese si sono mantenute favorevoli. Inoltre, la dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta contenuta (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 21).

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi, medie mobili di tre mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE

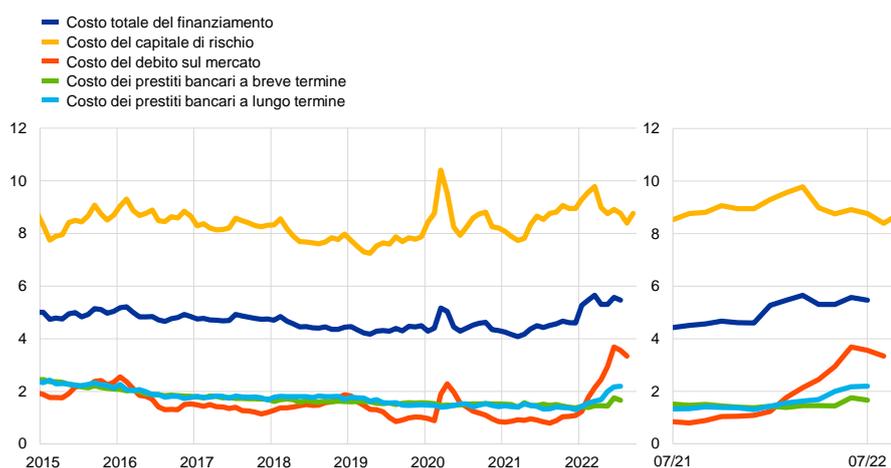
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni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

Nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 7 settembre 2022 il costo del capitale di rischio per le SNF è considerevolmente diminuito, mentre è aumentato il costo dell'emissione di debito sul mercato. A causa del ritardo con cui si rendono disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, incluso il costo dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, può essere calcolato solo fino a luglio 2022, mese in cui è salito al 5,5 per cento dal 5,3 per cento di maggio. Ciò è essenzialmente riconducibile a un notevole aumento del costo del debito sul mercato, in un contesto in cui anche il costo dei prestiti bancari (cfr. il grafico 22) ha contribuito all'espansione del costo complessivo del finanziamento, sebbene in misura minore. Fino a luglio 2022 il costo del capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato. I dati di luglio 2022 si sono mantenuti prossimi al picco registrato precedentemente nel corso dell'anno e significativamente al di sopra dei livelli osservati nei due anni precedenti. Nel periodo compreso tra il 9 giugno e il 7 settembre, il costo del capitale di rischio è diminuito di 15 punti base, mentre il costo del debito sul mercato ha segnato un aumento di pressoché analoga entità. Il lieve calo del costo del capitale di rischio è attribuibile a una contrazione del premio per il rischio azionario, che ha più che compensato l'impatto del più elevato tasso privo di rischio. L'incremento di quest'ultimo ha inoltre contribuito all'aumento del costo del debito emesso sul mercato. I differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF sono diminuiti in misura marginale nel segmento investment grade, ampliandosi notevolmente, invece, nel segmento ad alto rendimento.

Grafico 22

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 settembre 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 2 settembre 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a luglio 2022 per il costo totale del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

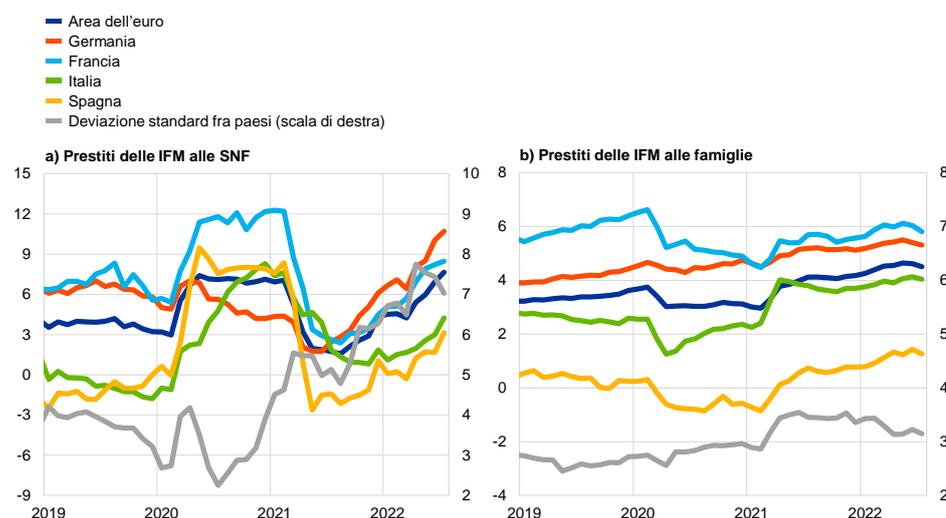
A luglio il tasso di crescita dei prestiti alle imprese è stato robusto, mentre il credito alle famiglie ha segnato una moderazione. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è salito al 7,7 per cento a luglio, dal 6,9 di giugno e 6,0 di maggio (cfr. il pannello a) del grafico 23), rispecchiando ancora una volta un forte

effetto base, principalmente connesso alle scadenze più lunghe. I prestiti a più breve termine hanno continuato a fornire un contributo notevole a fronte di perduranti strozzature lungo le catene di approvvigionamento, maggiori costi degli input e accresciute incertezze, fattori che determinano un maggiore fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese. In certa misura, la tenuta evidenziata dalla crescita dei prestiti riflette anche il minore ricorso alle emissioni di titoli di debito, in un contesto in cui le condizioni di finanziamento sul mercato si sono inasprite più marcatamente rispetto a quelle del finanziamento bancario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha segnato una lieve moderazione, scendendo al 4,5 per cento a luglio, dopo essersi stabilmente attestato al 4,6 per cento per tre mesi (cfr. il pannello b) del grafico 23), principalmente per effetto della più debole dinamica dei prestiti destinati all'acquisto di abitazioni e ai consumi.

Grafico 23

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 2022.

Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese ha segnato un'ulteriore espansione, principalmente per effetto dei prestiti bancari.

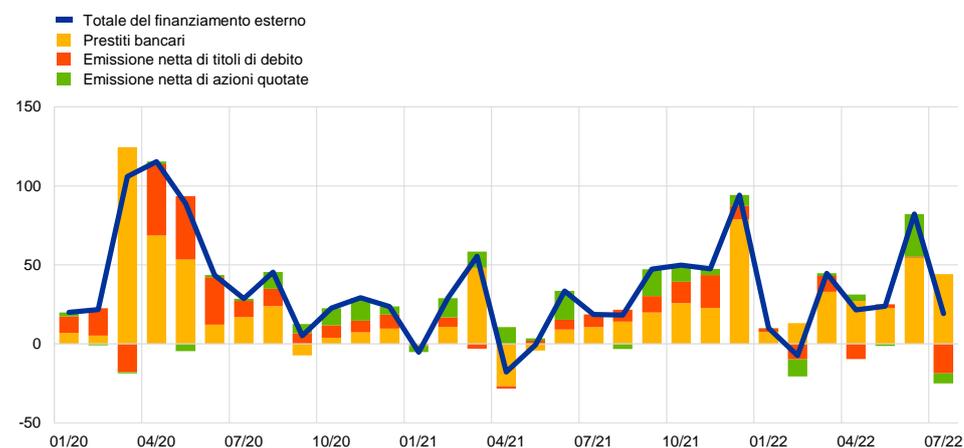
A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è salito al 3,2 per cento dal 2,4 di marzo, per via del maggiore fabbisogno di finanziamento delle imprese, in particolare delle esigenze a breve termine delle imprese a elevata intensità di energia. Tale incremento è stato particolarmente evidente nei mesi estivi e ha fatto seguito a una serie di flussi relativamente moderati nei primi cinque mesi dell'anno (cfr. il grafico 24). Dall'inizio del 2022 i flussi di finanziamento esterno sono stati fortemente sostenuti dai maggiori volumi di prestiti bancari alle imprese, mentre l'emissione netta di titoli di debito è stata debole, per effetto di un aumento del costo relativo del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato. L'emissione di azioni quotate è stata nel complesso modesta ma a giugno ha segnato un'accelerazione, trainata dalle attività delle imprese ad alta intensità di energia, per poi tornare negativa già nel mese successivo. Tale inversione di tendenza è

riconducibile al recente aumento della quota di riacquisti e alla diminuzione del valore di fusioni e acquisizioni.

Grafico 24

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

(flussi mensili in miliardi di euro)



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

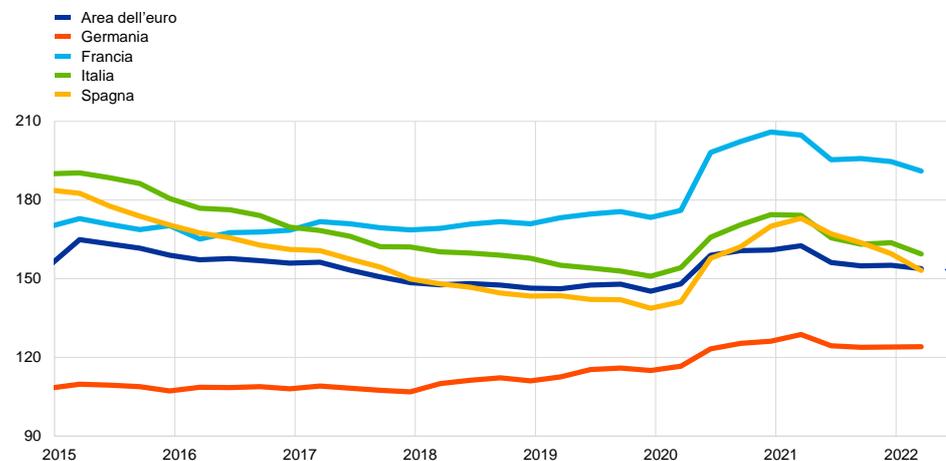
Note: il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti bancari (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2022.

L'indebitamento lordo delle SNF dell'area dell'euro ha segnato un'ulteriore moderazione rispetto agli elevati livelli osservati durante la pandemia (cfr. il grafico 25). Nel secondo trimestre del 2022 l'incidenza del debito lordo, in termini di valore aggiunto per le imprese, è diminuita di 2,8 punti percentuali rispetto all'anno precedente, sulla scia della forte crescita del valore aggiunto, riducendo quindi l'incremento a 8,2 punti percentuali dalla fine del 2019. L'aumento generalizzato dell'indebitamento lordo delle SNF a partire dall'inizio del 2020 è connesso al maggiore ricorso delle imprese al finanziamento mediante emissione di debito, specie nella prima fase della pandemia di COVID-19, in cui il debito lordo è aumentato in modo disomogeneo tra le varie tipologie di imprese e i diversi paesi. Tali andamenti celano differenze nell'esposizione delle imprese alla pandemia e nella risposta delle politiche nazionali. Rispetto all'ultima fase di aumento dei tassi di interesse nel 2011, i rapporti debito pubblico/PIL nei paesi più vulnerabili sono inferiori e dovrebbero contribuire a contenere il rischio di frammentazione dal lato delle imprese. Sebbene nella maggior parte dei paesi i bilanci societari siano attualmente più solidi di quanto non fossero durante la crisi del debito sovrano e delle banche in Europa, il livello di indebitamento lordo delle SNF è ancora elevato in prospettiva storica, a indicare che la sensibilità delle imprese agli shock avversi rimane considerevole. Pertanto, alla luce del deterioramento delle prospettive economiche e delle attuali pressioni inflazionistiche, è probabile che la capacità di tenuta delle imprese dipenda anche dal perdurare del sostegno fornito dalle politiche economiche, in particolare da quello offerto dalle autorità di bilancio.

Grafico 25

Indebitamento lordo delle SNF in alcuni paesi dell'area dell'euro

(percentuali di valore aggiunto lordo delle SNF)



Fonti: BCE, Eurostat e stime della BCE.

Note: il debito è definito come la somma dei prestiti totali concessi alle SNF al netto dei prestiti infrasettoriali, dei titoli di debito emessi e delle passività pensionistiche. L'indicatore a rombo di colore blu si riferisce alla previsione a brevissimo termine per il secondo trimestre del 2022. Per tutto il resto, le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

Il ritmo di espansione dei depositi a vista ha registrato un rallentamento rispetto agli elevati livelli osservati durante la pandemia (cfr. il grafico 26).

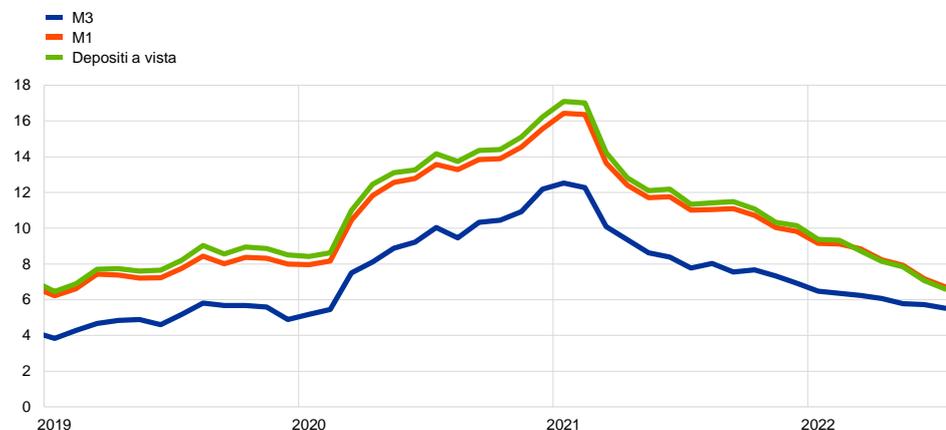
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso al 6,6 per cento a luglio, dal 7,1 di giugno. Sebbene i rincari dei beni alimentari ed energetici abbiano esercitato pressioni sulle riserve di liquidità delle imprese e sulla capacità delle famiglie di incrementare i risparmi, a luglio si sono registrati considerevoli afflussi mensili verso i depositi di M3 delle imprese e delle famiglie, che hanno portato le loro dinamiche di breve periodo su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia⁶. La recente ripresa di questi depositi riflette verosimilmente motivazioni precauzionali in un contesto di deterioramento delle prospettive economiche. Nel contempo, la crescita dei depositi di imprese e famiglie è stata eterogenea tra i vari paesi, a causa di differenze nei loro fabbisogni di liquidità e nelle misure di sostegno di bilancio adottate a livello nazionale.

⁶ 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.

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 2022.

A luglio la crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato a rallentare, convergendo verso la sua media di lungo periodo. Il ritmo di crescita sui dodici mesi di M3 ha rallentato rispetto al picco osservato al culmine della pandemia. A luglio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 5,5 per cento, dal 5,7 di giugno (cfr. il grafico 26). La moderazione della crescita sui dodici mesi di M3 riflette la conclusione, a luglio 2022, degli acquisti netti di attività da parte dell'Eurosistema e gli ulteriori aumenti della spesa energetica di famiglie e imprese dell'area dell'euro, che riducono il reddito disponibile. Sotto il profilo delle componenti, tale moderazione è stata principalmente trainata dai depositi a vista compresi nell'aggregato ristretto M1, mentre a luglio i depositi a termine inclusi nell'aggregato monetario più ampio M3 si sono rafforzati. Dal lato delle contropartite, il credito al settore privato ha fornito il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3. È ulteriormente diminuito il contributo positivo fornito dagli acquisti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Al tempo stesso, i deflussi monetari netti verso il resto del mondo hanno continuato a frenare la crescita della moneta, soprattutto a causa dell'impatto avverso dei rincari dell'energia sul saldo commerciale dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2022, il saldo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe migliorare in modo costante nel periodo fino al 2024, anche se in misura inferiore rispetto a quanto previsto dall'esercizio dello scorso giugno. Tuttavia, le proiezioni di bilancio continuano a essere caratterizzate da elevati livelli di incertezza, legati principalmente alla guerra in Ucraina e agli andamenti dei mercati dell'energia che potrebbero indurre i governi ad adottare ulteriori misure di stimolo fiscale. Tali misure di sostegno di bilancio, di recente, sono state in larga misura dirette a contrastare l'aumento del costo della vita per i consumatori, in particolare per quel che riguarda l'energia. Inoltre, hanno svolto un ruolo anche il finanziamento di nuove capacità di difesa e l'assistenza ai rifugiati in fuga dalla guerra russo-ucraina. Ciononostante, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere, dal 5,1 per cento del PIL nel 2021 al 3,8 nel 2022 e poi ancora al 2,7 entro la fine dell'orizzonte di previsione. L'orientamento delle politiche di bilancio, dopo il forte allentamento del 2020 in risposta alla crisi legata al coronavirus (COVID-19), è divenuto restrittivo lo scorso anno e dovrebbe continuare a esserlo negli anni successivi, in particolare nel 2023, per poi divenire neutro nel 2024. In un contesto caratterizzato da maggiore incertezza e rischi al ribasso per le prospettive economiche a causa della guerra in Ucraina, nonché dagli aumenti dei prezzi dell'energia e dalle perduranti turbative lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione europea ha raccomandato una proroga del ricorso alla clausola generale di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita (PSC) fino alla fine del 2023. Ciò consentirebbe all'occorrenza di adeguare le politiche di bilancio al mutare delle circostanze. Al tempo stesso, in presenza di squilibri nelle finanze pubbliche ancora superiori rispetto ai livelli antecedenti la pandemia e di un'inflazione eccezionalmente elevata, la politica di bilancio deve essere sempre più selettiva e mirata per evitare di acuire le pressioni inflazionistiche nel medio termine e per assicurare la sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2022 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro continuerà a migliorare nell'orizzonte di previsione⁷. Il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è sceso al 5,1 per cento nel 2021, dopo aver raggiunto un livello senza precedenti, pari al 7,1 per cento, nel 2020. Nel 2022 esso dovrebbe diminuire ulteriormente, raggiungendo il 3,8 per cento del PIL e poi, rispettivamente, il 2,9 e il 2,7 per cento nel 2023 e 2024 (cfr. il grafico 27). Dal 2022 il continuo miglioramento del saldo di bilancio dovrebbe essere trainato dal ciclo economico e da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, poiché gran parte delle misure per l'emergenza pandemica hanno iniziato a venir meno e i nuovi provvedimenti sono risultati meno consistenti. Nell'intero orizzonte di previsione, la spesa per interessi aggregata dell'area dell'euro in rapporto al PIL rimarrà sostanzialmente in linea con quanto osservato tra il 2019 e

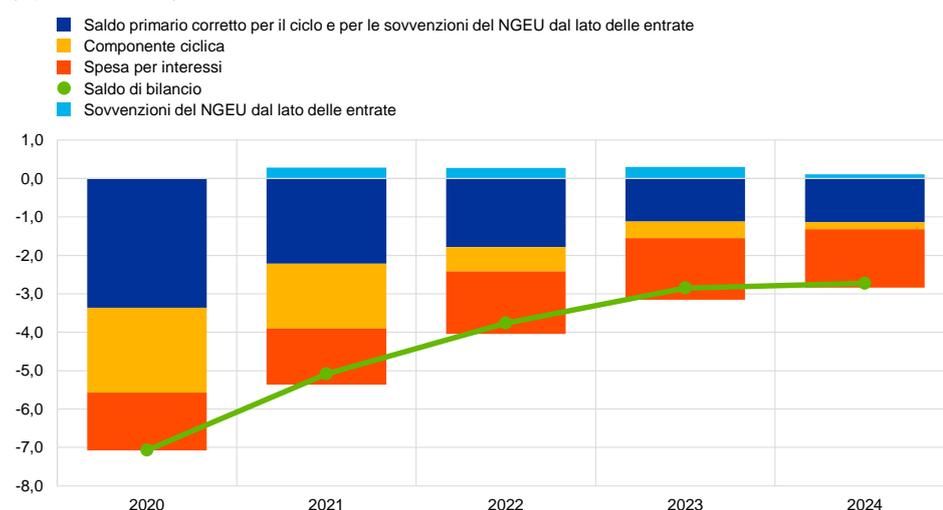
⁷ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2022](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 9 settembre 2022.

il 2021. Ciò riflette il fatto che, sebbene i tassi di interesse sulle nuove emissioni di debito sovrano siano aumentati in misura considerevole, essi sono prossimi al tasso di interesse medio corrisposto sullo stock di debito esistente.

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2022.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro è divenuto restrittivo nel 2021 e dovrebbe continuare a esserlo fino al 2023, ma divenire sostanzialmente neutro nel 2024⁸.

Nel 2022 il lieve orientamento restrittivo è dovuto principalmente all'uscita graduale dalla maggior parte delle misure di sostegno legate alla pandemia, solo parzialmente compensata dai ulteriori interventi espansivi. Tali nuove misure ammontano nel 2022 a circa l'1,4 per cento del PIL (approssimativamente 0,3 punti percentuali in più rispetto alle proiezioni di giugno). Esse hanno lo scopo di contrastare l'aumento del costo della vita per i consumatori, nonché di finanziare la capacità di difesa e di assistere i rifugiati in fuga dalla guerra in Ucraina. Inoltre, anche i fattori non discrezionali, derivanti da un'inversione solo parziale delle ingenti entrate, superiori alle attese dal 2021, dovrebbero attenuare l'inasprimento nel 2022 e continuare a farlo nel resto dell'orizzonte di previsione. Tuttavia, l'irrigidimento delle politiche di bilancio dovrebbe aumentare lievemente nel 2023, quando si prevede che la maggior parte delle misure di sostegno sarà venuta meno. L'orientamento di bilancio dovrebbe essere sostanzialmente neutro al termine

⁸ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui 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 derivanti dalle sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo viene aggiustato per escludere tali entrate. 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.

dell'orizzonte di previsione, anche se permarranno in vigore significativi provvedimenti di sostegno all'economia⁹.

Il saldo di bilancio complessivo dell'area dell'euro per il 2022 non è stato rivisto, ma si prevede un risultato lievemente più sfavorevole per gli anni successivi. Rispetto all'esercizio dello scorso giugno condotto dagli esperti

dell'Eurosistema, il rapporto tra saldo di bilancio e PIL dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato nel 2022, poiché le ulteriori misure temporanee di stimolo sono state compensate da un miglioramento della componente ciclica e dall'impatto aggiuntivo di fattori non discrezionali che riflettono maggiori entrate di cassa.

Il saldo di bilancio per il 2023 e il 2024 è stato rivisto al ribasso rispettivamente di 0,2 e 0,3 punti percentuali, principalmente a causa di una maggiore debolezza della componente ciclica attesa¹⁰.

Dopo il forte aumento registrato nel 2020, il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe scendere lentamente a poco meno del 90 per cento entro il 2024, ma mantenersi al di sopra del livello antecedente la crisi.

Si stima che il rapporto fra debito pubblico e PIL, dopo l'aumento di circa 13 punti percentuali registrato nel 2020 (a circa il 97 per cento) si riduca lievemente nel 2021.

Il disavanzo primario, ancora elevato ma in calo, sarebbe più che compensato dal rilevante contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale favorevole fra tassi di interesse e crescita. Il rapporto fra debito pubblico e PIL continuerebbe a diminuire in modo lento ma costante per tutto il periodo compreso tra il 2022 e il 2024, man mano che l'incremento del debito derivante dai disavanzi primari sarà più che bilanciato dai contributi ancora favorevoli dei differenziali tra tassi di interesse e crescita e, in misura limitata nei primi due anni, dai raccordi disavanzo-debito (cfr. il grafico 28). Pertanto, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2024, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe stabilizzarsi appena al di sotto del 90 per cento, cioè 6 punti percentuali sopra il livello del 2019, prima della crisi.

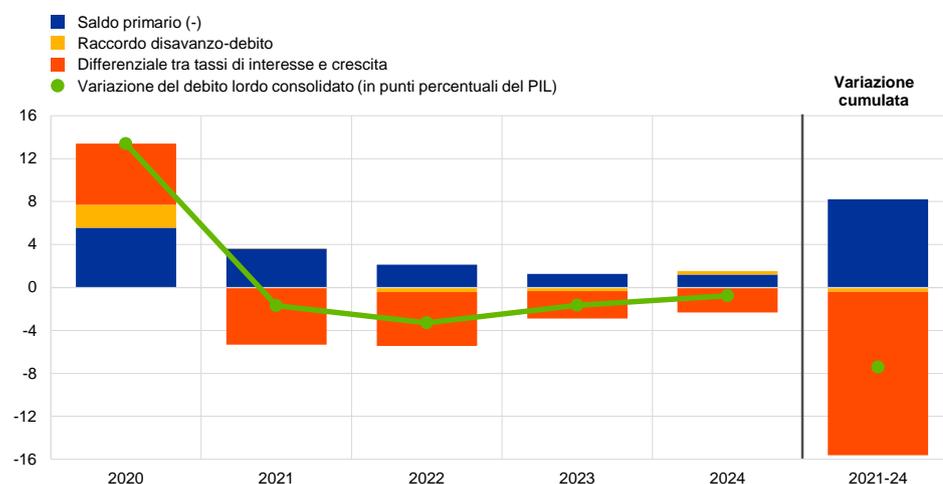
⁹ Si stima che l'orientamento delle politiche di bilancio a livello aggregato per l'area dell'euro, corretto per le entrate legate alle sovvenzioni del Next Generation EU (dal 2021), sia pari a -4,2 punti percentuali del PIL nel 2020 e a +1,1 punti percentuali del PIL nel 2021. Esso dovrebbe attestarsi a +0,1 +0,7 e 0,0 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2022, nel 2023 e nel 2024. Rispetto all'esercizio di giugno 2022, è rimasto sostanzialmente invariato nel 2022 ed è stato rivisto al rialzo (al ribasso) di 0,1 punti percentuali nel 2023 (2024).

¹⁰ Si stima che nel 2022 il sostegno pubblico aggiuntivo volto a compensare i rincari dell'energia e altre voci di spesa rese necessarie a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina ammontino allo 0,9 per cento del PIL dell'area dell'euro.

Grafico 28

Determinanti delle variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2022.

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

Le proiezioni di bilancio nello scenario di base continuano a essere caratterizzate da un elevato grado di incertezza, dovuto soprattutto alla guerra in Ucraina e agli andamenti dei mercati dell'energia. Per quanto riguarda le ipotesi sui conti pubblici, i rischi per l'attuale scenario di base derivano da uno stimolo di bilancio aggiuntivo nel breve periodo. Tali rischi sono legati a ulteriori provvedimenti di compensazione energetica, o a una proroga di quelli esistenti, e ad altre spese dovute agli effetti della guerra, alcune delle quali sono già state annunciate dai governi dopo la data di aggiornamento delle attuali proiezioni.

Le misure di bilancio fungono in parte da meccanismo di protezione dallo shock causato dalla guerra, ma dovrebbero essere temporanee e sempre più mirate, limitando così il rischio di acuire le pressioni inflazionistiche.

In un contesto contraddistinto da elevata incertezza e rischi al ribasso per le prospettive economiche a causa del conflitto russo-ucraino, nonché dei rincari dei beni energetici e del protrarsi delle turbative lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione ha raccomandato di prorogare il ricorso alla clausola generale di salvaguardia del PSC fino alla fine del 2023¹¹.

Ciò consentirebbe all'occorrenza di adeguare le politiche di bilancio al mutare delle circostanze. È tuttavia importante che tali politiche, in tutti i paesi, preservino la sostenibilità del debito. Inoltre, eventuali misure messe in atto dai governi per compensare famiglie e imprese dovrebbero essere chiaramente mirate e disegnate in modo da limitare il rischio di acuire le pressioni inflazionistiche nell'economia. Come descritto nel riquadro *Risposte sul piano delle politiche per fronteggiare gli*

¹¹ Cfr. la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo, al Comitato delle regioni e alla Banca europea per gli investimenti, Semestre europeo 2022 - Pacchetto di primavera (COM/2022/600 final), Commissione europea, 23 maggio 2022.

*elevati prezzi dell'energia e assicurare la sicurezza energetica*¹² in questo numero del Bollettino, le misure energetiche dovrebbero continuare a essere temporanee e incentivare il risparmio energetico, rispondendo nel contempo in modo efficiente alle sfide di breve termine e tutelando le famiglie più vulnerabili. Sia gli sgravi fiscali orizzontali, sia i trasferimenti indifferenziati sono meno efficienti in termini di costi rispetto alle misure di spesa che concentrano i benefici sui soggetti più vulnerabili.

¹² Cfr. il riquadro 1 dell'articolo *Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Riquadri

1 Il ruolo del pubblico impiego durante la crisi legata al COVID-19

a cura di Agostino Consolo e António Dias da Silva

Nel corso della pandemia di coronavirus (COVID-19) l'aumento del numero di occupati nel settore pubblico ha dato un apporto significativo all'occupazione complessiva¹. Nel primo trimestre del 2022 l'occupazione nel settore pubblico ha superato di circa il 3,5 per cento i livelli antecedenti la pandemia, a fronte di uno 0,6 per cento nell'industria e di uno 0,2 nei servizi di mercato (cfr. il pannello a) del grafico A). Analogamente, il numero complessivo di ore lavorate nel settore pubblico è tornato sui livelli pre-pandemia nel primo trimestre del 2021 e li ha superati dell'1,7 per cento nel primo trimestre del 2022. Per contro, nei primi tre mesi dell'anno in corso il totale delle ore lavorate nel settore privato è rimasto inferiore dell'1,1 per cento rispetto ai livelli precedenti la pandemia (cfr. il pannello b) del grafico A)². Per quanto riguarda le maggiori economie, Germania, Spagna e Francia hanno ricevuto un forte contributo positivo dal pubblico impiego, mentre in Italia tale apporto è stato più modesto.

¹ Nel presente riquadro consideriamo l'occupazione nel settore pubblico come il totale dell'occupazione nei settori di attività da O a Q secondo la classificazione utilizzata nell'indagine sulle forze di lavoro dell'UE condotta dall'Eurostat, ossia pubblica amministrazione, difesa, istruzione, sanità e assistenza sociale. Nel 2021 il settore pubblico rappresentava il 25 per cento dell'occupazione complessiva, nonché il 23 per cento del numero complessivo di ore lavorate nell'economia dell'area dell'euro.

² La media delle ore lavorate generalmente svolge un ruolo importante nell'adeguamento al ciclo economico del mercato del lavoro dell'area dell'euro. Cfr., ad esempio, l'articolo 1 *Ore lavorate nell'area dell'euro* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

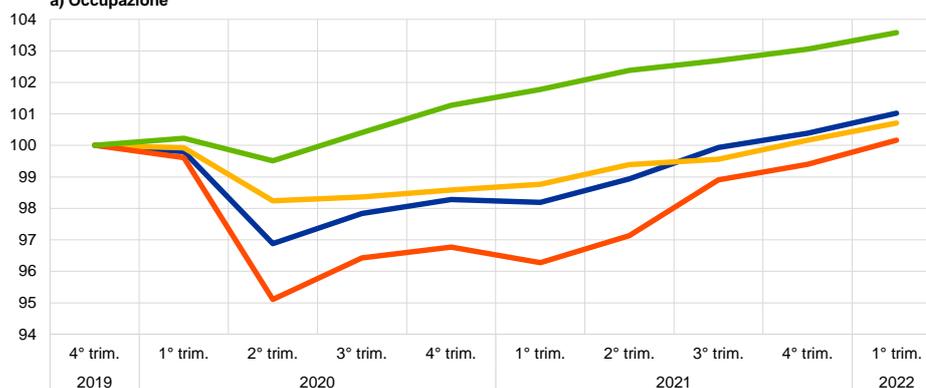
Grafico A

Occupazione e totale delle ore lavorate nei diversi settori nell'area dell'euro

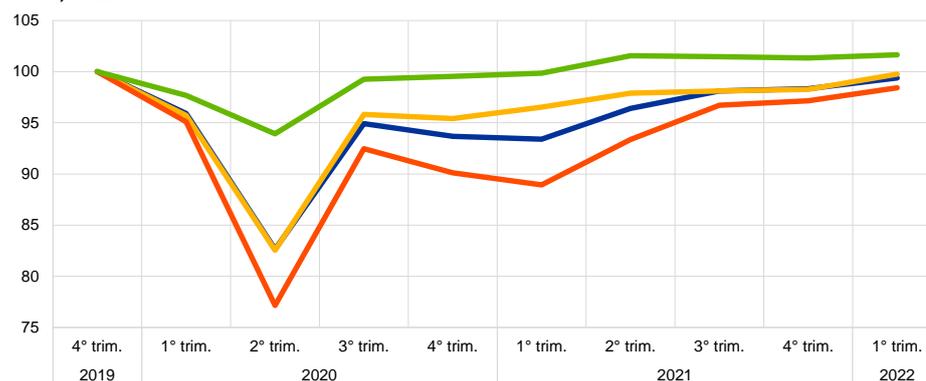
(indice: 4° trimestre 2019 = 100)

■ Economia totale
■ Industria
■ Servizi di mercato
■ Settore pubblico

a) Occupazione



b) Totale delle ore lavorate



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

Sebbene anche durante le recessioni che in passato hanno interessato l'area dell'euro l'occupazione nel settore pubblico sia aumentata più che in altri settori, in questo caso l'incremento è stato ancor più marcato. Il grafico B mostra, in punti percentuali, i contributi alla crescita cumulata dell'occupazione dopo la crisi finanziaria del 2008 e la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. In entrambi i casi, il pubblico impiego ha evidenziato un andamento simile a quello osservato durante la ripresa dalla pandemia di COVID-19, contribuendo positivamente alla crescita complessiva dell'occupazione. Tuttavia, durante la pandemia l'aumento dell'occupazione nel settore pubblico è stato più marcato rispetto a quanto osservato nelle recessioni precedenti. Il contributo positivo fornito dal pubblico impiego è determinato principalmente dalle tendenze positive di lungo periodo nel settore della sanità e in quello dell'istruzione (cfr. il grafico C). Queste tendenze positive potrebbero essere riconducibili all'invecchiamento della popolazione, che comporta una spesa sanitaria più elevata, e all'aumento della partecipazione all'istruzione terziaria. La spesa sanitaria è più elevata per le coorti in età più avanzata e l'invecchiamento della popolazione richiederà una maggiore

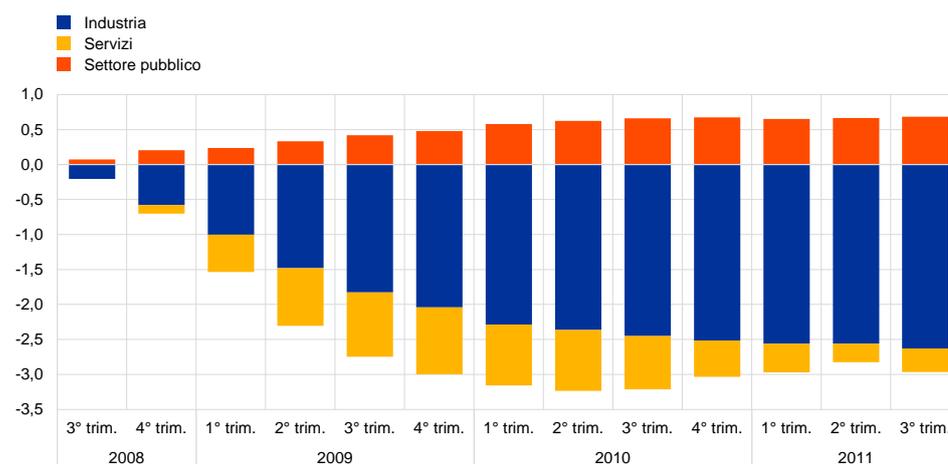
spesa per servizi sanitari³. Inoltre, nei paesi dell'OCSE, tra il 2012 e il 2018 la spesa per singolo studente in istruzione – dalla primaria alla terziaria – è aumentata a un tasso medio pari all'1,6 per cento all'anno, a fronte di un numero di studenti che è rimasto stabile⁴.

Grafico B

Occupazione nell'area dell'euro nelle recessioni passate

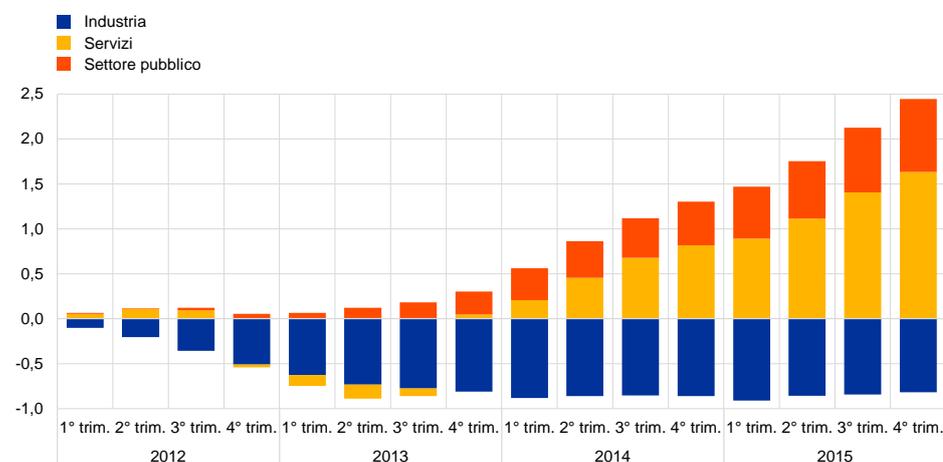
a) Crisi finanziaria del 2008

(Indice: 2° trimestre del 2008 = 100)



b) Crisi del debito sovrano dell'area dell'euro

(indice: 4° trimestre del 2011 = 100)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

A differenza degli eventi passati, durante la pandemia l'aumento dell'occupazione nel settore pubblico si è associato a quello della quota di lavoratori temporanei. Circa due terzi della contrazione dell'occupazione totale

³ Cfr., ad esempio, "Health at a Glance 2021: OECD Indicators", OCSE, 2021. Il capitolo 8 di questa pubblicazione, dal titolo "Health workforce", mostra un aumento del rapporto tra medici in servizio e popolazione in tutti i paesi dell'OCSE. Cfr. anche, ad esempio, "Skills forecast: trends and challenges to 2030", *Cedefop reference series*, n. 108, Cedefop, Eurofound, 2018. Questa pubblicazione prevede una maggiore domanda di competenze nel settore sanitario dell'UE in ragione dell'invecchiamento della popolazione.

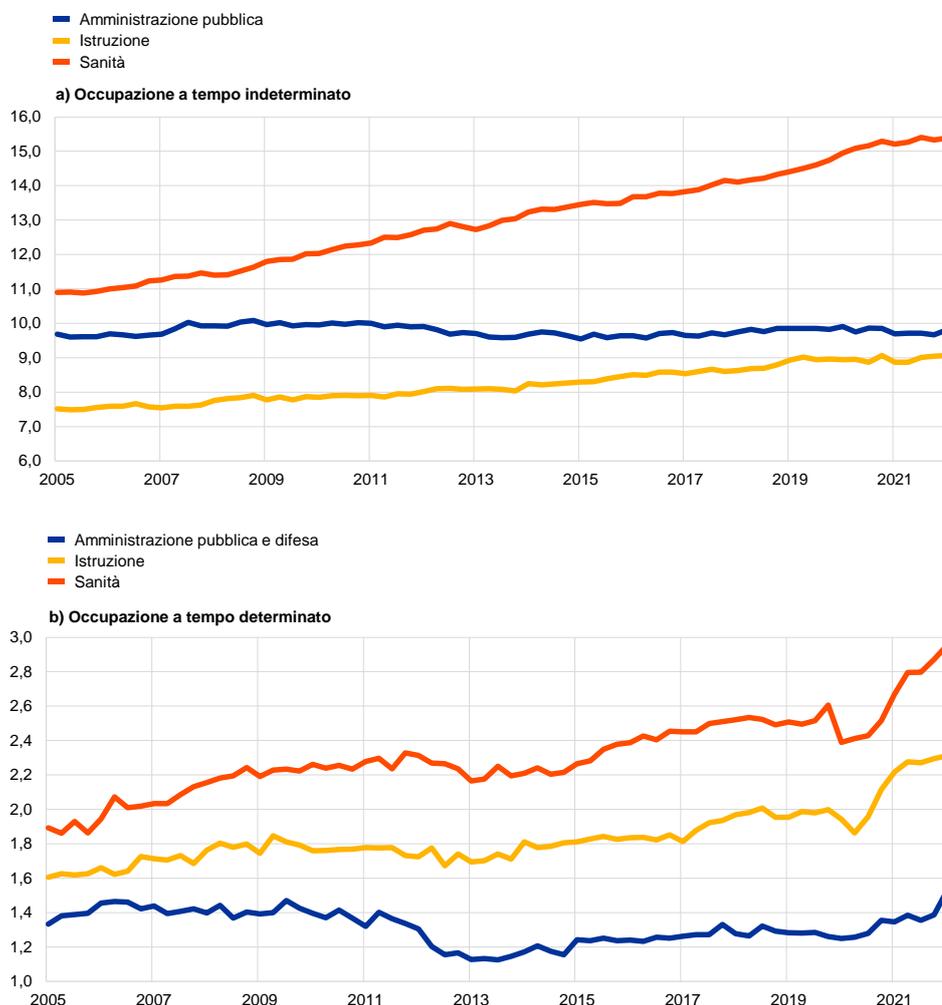
⁴ Cfr. "Education at a glance", OCSE, 2021.

registrata all'inizio della pandemia, pari al 3,1 per cento, è derivata da un calo del 15 per cento dell'occupazione a tempo determinato, riconducibile alla riduzione dell'occupazione nel settore privato. Si tratta di una tendenza tipica delle recessioni: i lavoratori con contratti a tempo determinato tendono a essere licenziati per primi o non ottengono il rinnovo del contratto. Tuttavia, durante la crisi legata al COVID-19 l'occupazione a tempo determinato nel settore pubblico ha evidenziato un andamento diverso rispetto al settore privato e anche rispetto alle crisi precedenti: nel primo trimestre del 2022 ha superato dell'11,5 per cento il livello pre-pandemia e la sua incidenza sul totale dell'occupazione nel settore pubblico è aumentata di 2 punti percentuali. Tale incremento si è concentrato soprattutto nei settori della sanità e dell'istruzione (cfr. il grafico C). In questi due comparti si sono registrati 1,4 milioni di posti di lavoro in più (quasi un milione con contratti a tempo determinato), pari a circa il 22 per cento della nuova occupazione registrata a partire dal secondo trimestre del 2020. Durante la crisi del COVID-19 l'aumento dell'incidenza dei ricoveri, tamponi e vaccinazioni, assieme alle misure di distanziamento sociale, potrebbero aver determinato un aumento del tasso di assunzione di lavoratori temporanei nei settori della sanità e dell'istruzione per far fronte alle restrizioni momentanee legate alla pandemia.

Grafico C

Occupazione nell'amministrazione pubblica, nell'istruzione e nella sanità

(milioni di individui)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

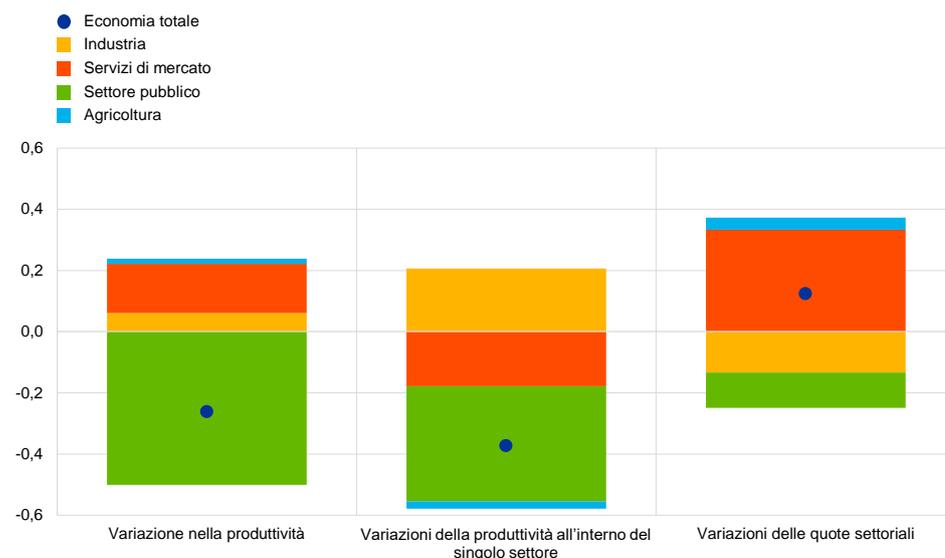
È probabile che l'aumento dei lavoratori a tempo determinato nel settore pubblico abbia contribuito negativamente alla produttività del lavoro aggregata. Nel corso della pandemia di COVID-19 il contributo del settore pubblico alla variazione della produttività del lavoro complessiva è stato pari a -0,5 punti percentuali (cfr. il grafico D). Un'analisi di tipo "shift and share" mostra che gran parte delle variazioni osservate nel periodo compreso tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2022 è stata determinata dalla variazione nel settore pubblico (-0,4 punti percentuali) e, in misura minore, dall'aumento della quota di pubblico impiego sul totale dell'economia. Giacché buona parte della crescita dell'occupazione nel settore pubblico è stata sospinta dalla crescita dei contratti a tempo determinato, l'andamento della produttività può essere ricondotto al forte incremento dell'occupazione temporanea che ha interessato i settori dell'istruzione e della sanità. In genere i dipendenti con contratti a tempo determinato sono pagati meno dei lavoratori a tempo indeterminato. I dati sulla produttività relativi alle attività

non di mercato riflettono principalmente il costo del lavoro. Un aumento dei contratti a tempo determinato, frequenti nei lavori meno qualificati o per i lavoratori con poca anzianità, potrebbe contribuire a spiegare il rallentamento della crescita della produttività nel settore pubblico⁵. Un altro fattore è il calo della media delle ore lavorate.

Grafico D

Variazione della produttività

(variazioni percentuali fra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2022)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Nota: il grafico mostra un'analisi di tipo "shift and share" del tasso di crescita cumulato della produttività del lavoro per occupato fra le variazioni all'interno di ciascun settore e le variazioni delle quote nei vari settori (variazione del peso).

La dinamica positiva dell'occupazione a tempo determinato nel settore pubblico potrebbe in parte invertirsi una volta che le misure adottate in ambito sanitario in relazione al COVID-19 saranno gradualmente rimosse, ma gli effetti di tale inversione probabilmente non andranno oltre lo 0,2 per cento delle forze di lavoro dell'area dell'euro. L'occupazione a tempo determinato nei settori dell'istruzione e della sanità rimane al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo⁶. Un ritorno verso la crescita tendenziale implicherebbe una riduzione dei posti di lavoro a tempo determinato nel settore pubblico di circa 300.000 unità, con un aumento potenziale del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro di 0,2 punti percentuali nel caso in cui tali posti di lavoro non trovassero una riallocazione in altri settori.

⁵ Giacché il valore aggiunto lordo non è disponibile per i sottosettori pubblici e i dati sulle retribuzioni del settore pubblico non sono disponibili separatamente per le posizioni a tempo determinato e per quelle a tempo indeterminato, non è possibile ottenere una scomposizione quantitativa della produttività.

⁶ Le tendenze statistiche sono stimate utilizzando il filtro "band-pass" asimmetrico alla Christiano-Fitzgerald ed eliminando le frequenze del ciclo economico tra 6 e 32 trimestri.

2 COVID-19 e decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro

a cura di Vasco Botelho e Marco Weißler

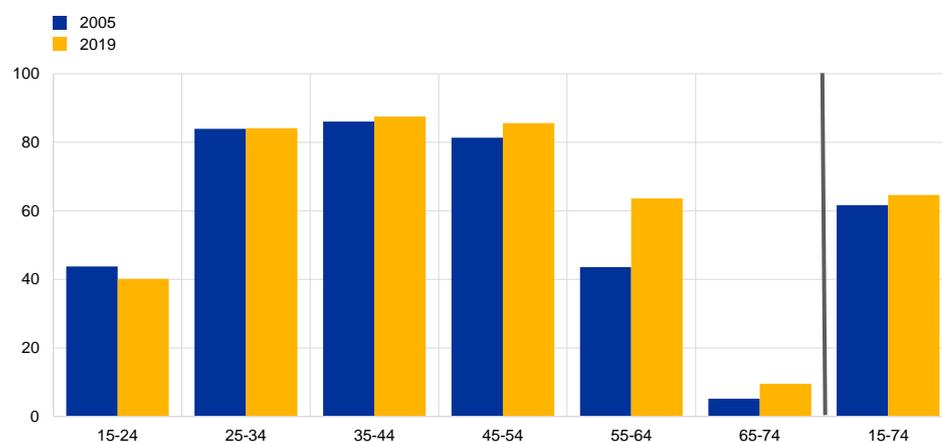
Negli ultimi 15 anni l'aumento dell'attività da parte dei lavoratori in età più avanzata ha rappresentato un fattore alla base dell'incremento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro è aumentato dal 61,7 per cento del 2005 al 64,6 del 2019 (cfr. il grafico A), trainato principalmente dalla maggiore attività sul mercato del lavoro dei lavoratori in età più avanzata.

Nello stesso periodo il tasso di partecipazione per i lavoratori di età compresa tra i 55 e i 64 anni è aumentato di oltre 21 punti percentuali e di oltre 4 per i lavoratori di età compresa tra i 65 e i 74 anni. Tali andamenti assumono particolare rilievo nel contesto di una società in invecchiamento e di un aumento crescente, nel tempo, dell'età dei lavoratori nell'area dell'euro¹. I lavoratori di età pari o superiore ai 55 anni rappresentavano oltre il 20 per cento delle forze di lavoro nel 2021, una quota in rialzo rispetto al 12 per cento del 2005.

Grafico A

Tassi di partecipazione alle forze di lavoro per fasce di età nell'area dell'euro

(valori percentuali, fasce di età)



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea (European Union Labour Force Survey, EU-LFS) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Almeno in una fase iniziale, la pandemia di coronavirus (COVID-19) ha innescato un calo dell'attività dei lavoratori in età più avanzata nel mercato del lavoro dell'area dell'euro (cfr. il grafico B). Il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha segnato un marcato recupero rispetto al punto minimo toccato durante la pandemia, con alcuni indicatori che hanno persino superato i livelli precedenti la

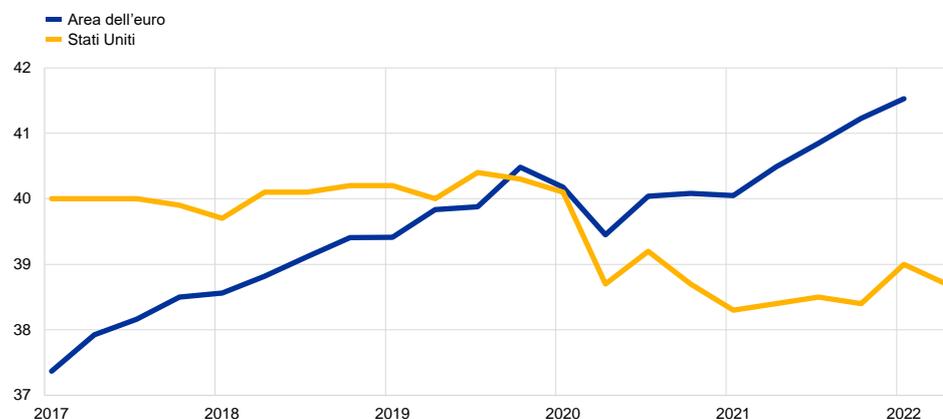
¹ Cfr. anche l'articolo 2 *Le determinanti della crescente partecipazione alla forza lavoro: il ruolo delle riforme pensionistiche* nel numero 5/2020 di questo Bollettino, nonché Bodnár, K. e Nerlich, C., "The macroeconomic and fiscal impact of population ageing", *Occasional Paper Series*, n. 296, BCE, giugno 2022.

comparsa del COVID-19. Nonostante abbiano superato i livelli precedenti la pandemia, i tassi di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata sono ancora inferiori a quanto ci si attenderebbe considerando l'incremento dell'attività dei lavoratori appartenenti a tale categoria negli anni precedenti². In prospettiva, secondo le proiezioni contenute nel rapporto sull'invecchiamento della popolazione della Commissione europea del 2021, il tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata continuerà a salire fino al 2040, prima di stabilizzarsi, da lì in poi, su un valore superiore al 72 per cento per i lavoratori di età compresa tra i 55 e i 64 anni e intorno al 20 per cento per quelli tra i 65 e i 74 anni³. I recenti andamenti nell'area dell'euro sono in netto contrasto con quanto osservato, e frequentemente dibattuto, per gli Stati Uniti, dove la partecipazione alle forze di lavoro da parte dei lavoratori in età più avanzata non è ancora tornata ai livelli precedenti la pandemia. Ciò si osserva nonostante il tasso di partecipazione dei lavoratori in età più avanzata negli Stati Uniti fosse sostanzialmente stabile prima della pandemia, mentre il tasso nell'area dell'euro è costantemente aumentato fino a raggiungere i livelli degli Stati Uniti alla fine del 2019, per poi superarli dal 2020 in poi. Pertanto, mentre alcuni sostengono che un eccessivo tasso di prepensionamento negli Stati Uniti abbia condotto a una riduzione permanente del tasso di partecipazione durante la pandemia, tale effetto non è direttamente osservabile per l'area dell'euro⁴.

Grafico B

Tassi di partecipazione alle forze di lavoro dei lavoratori in età avanzata negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, EU-LFS, U.S. Bureau of Labor Statistics Current Population Survey ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i lavoratori in età avanzata sono quelli di età compresa tra i 55 e i 74 anni per l'area dell'euro e quelli dai 55 anni in su per gli Stati Uniti.

Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022 per l'area dell'euro e al secondo trimestre del 2022 per gli Stati Uniti.

² Cfr. il riquadro 3 *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

³ Cfr. "The 2021 Ageing Report", *Institutional Paper*, n. 148, Commissione europea, 2021. Come si legge nel rapporto, ciò è principalmente riconducibile a un ulteriore recupero della partecipazione alle forze di lavoro da parte delle donne e a diverse riforme pensionistiche potenziali che innalzano l'età pensionabile effettiva.

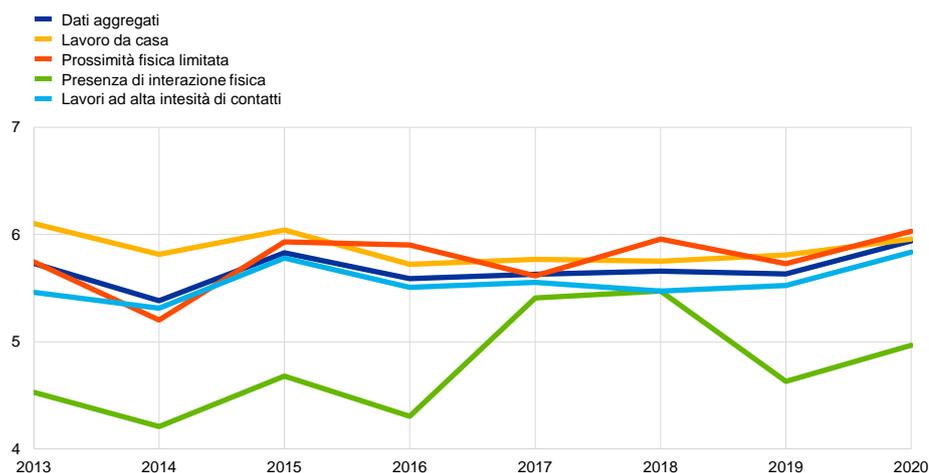
⁴ Cfr. Faria-e-Castro, M., "The COVID Retirement Boom", *Economic Synopses*, n. 25, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2021, nonché Domash, A. e Summers, L.H., "How tight are U.S. labor markets?", *NBER Working Paper Series*, n. 29739, National Bureau of Economic Research, 2022.

In termini aggregati, i flussi di pensionamento annuali dei lavoratori in età più avanzata sono aumentati solo marginalmente nel 2020, con l'insorgere della pandemia di COVID-19. Nell'area dell'euro il numero di pensionati è in aumento, sebbene a un ritmo lento. L'aumento è ampiamente in linea con le tendenze demografiche in atto, come l'invecchiamento della popolazione, con flussi annuali di pensionamento che sono rimasti sostanzialmente invariati nel 2020 rispetto ai livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico C). Indipendentemente dall'entità del rischio di contagio sul posto di lavoro, nel primo anno della pandemia si è registrato un numero limitato di pensionati in eccesso. Rimane inoltre la possibilità che alcuni di questi possano rientrare nel mercato del lavoro in un secondo momento. Negli Stati Uniti la quota di pensionati che sono rientrati nel mercato del lavoro sta progressivamente tornando ai livelli precedenti la crisi⁵. Ciò suggerisce che alcuni lavoratori in età avanzata rientreranno gradualmente nel mercato del lavoro con la ripresa dell'economia, nell'ipotesi che i rischi per la salute rimangano moderati.

Grafico C

Flussi annuali di pensionamento per categorie di occupazione

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, EU-LFS, O*NET ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: un lavoratore che va in pensione non è più attivo, ha lasciato il lavoro nell'ultimo anno e si ritiene abbia lasciato il lavoro per iniziare il (pre)pensionamento. In tutte le definizioni, i lavoratori sono in età compresa tra i 55 e i 74 anni e i passaggi al pensionamento sono calcolati come quota della popolazione attiva tra i 55 e i 74 anni, nell'anno precedente, in tutti i paesi dell'area dell'euro. Le categorie di occupazione seguono quanto descritto in Basso, G., Boeri, T., Caiumi, A. e Paccagnella, M., "Unsafe jobs, labour market risk and social protection", *Economic Policy*, vol. 37, numero 110, 2022, pagg. 229-267. Questa classificazione delle occupazioni riflette la misura in cui i lavoratori sono a rischio di essere contagiati da virus trasmissibili per via aerea.

Dati più granulari evidenziano che il marginale aumento dei pensionamenti ha interessato circa 175.000 lavoratori, sui quali ha perlopiù inciso una variazione della tempistica nelle decisioni di pensionamento. Il potenziale impatto esercitato dalla pandemia sul passaggio al pensionamento da parte dei lavoratori in età più avanzata nell'area dell'euro è verosimilmente trainato da diversi fattori, tra cui le misure di chiusura (lockdown) e di contenimento, un aumento dell'incertezza economica e sanitaria e il forte sostegno di bilancio unito alle politiche del mercato del lavoro che hanno fatto ampio ricorso alle misure di integrazione salariale. Utilizzando i dati dell'indagine su salute, invecchiamento e pensionamento in Europa

⁵ Cfr., ad esempio, Bunker, N., "Unretirements' Continue to Rise as More Workers Return to Work", Indeed Hiring Lab, aprile 2022.

(Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe, SHARE), per la popolazione di età compresa tra i 55 e i 74 anni nel periodo da marzo-aprile 2020 a giugno 2021, è possibile quantificare in che misura la pandemia ha condizionato le decisioni di pensionamento di alcuni lavoratori⁶. In tale periodo, il 70 per cento dei pensionati ha dichiarato di essere andato in pensione come inizialmente pianificato, il 23 per cento in anticipo rispetto ai piani e il 7 per cento in ritardo (cfr. il grafico D). Questi dati implicano che la pandemia non ha sostanzialmente influito sulle decisioni della maggior parte dei lavoratori in età pensionabile. Per contro, il 38 per cento di coloro che hanno deciso di andare in pensione prima del previsto segnala di averlo fatto a causa della pandemia. Quindi, del 5,5 per cento di lavoratori attivi che sono andati in pensione dopo l'insorgere della pandemia, l'8,7 per cento ha anticipato il pensionamento in conseguenza diretta della pandemia. Tale percentuale equivale soltanto allo 0,5 per cento circa delle forze di lavoro in età compresa tra i 55 e i 74 anni, corrispondente a circa 175.000 unità, in linea con l'incremento solo marginale osservato per il pensionamento nei dati aggregati. Al tempo stesso, solo una quota molto esigua di lavoratori in età avanzata è andata in pensione in ritardo rispetto ai piani in conseguenza della pandemia, a indicare che la più ampia quota dei lavoratori in età più avanzata non ha attenuato gli effetti dell'accresciuta incertezza economica posticipando il pensionamento⁷.

⁶ Questo studio utilizza dati ricavati dall'indagine SHARE Wave 9 (10.6103/SHARE.w9ca800); per informazioni dettagliate sulla metodologia SHARE, cfr. Börsch-Supan, A. et al., "Data Resource Profile: The Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE)", *International Journal of Epidemiology*, vol. 42, numero 4, agosto 2013, pagg. 992-1001.

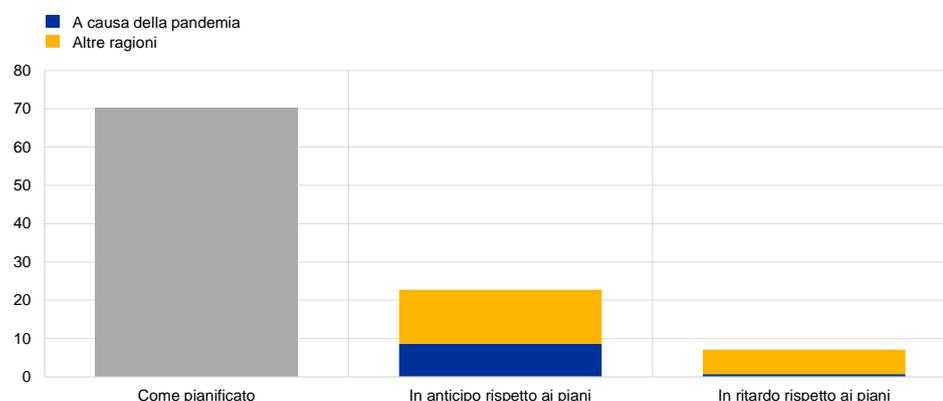
La raccolta dei dati SHARE è stata finanziata dalla Commissione europea, Direzione generale della Ricerca e dell'innovazione attraverso FP5 (QLK6-CT-2001-00360), FP6 (SHARE-I3: RII-CT-2006-062193, COMPARE: CIT5-CT-2005-028857, SHARELIFE: CIT4-CT-2006-028812), FP7 (SHARE-PREP: GA N°211909, SHARE-LEAP: GA N°227822, SHARE M4: GA N°261982, DASISH: GA N°283646) e Horizon 2020 (SHARE-DEV3: GA N°676536, SHARE-COHESION: GA N°870628, SERISS: GA N°654221, SSHOC: GA N°823782, SHARE-COVID19: GA N°101015924) nonché dalla Direzione generale per l'Occupazione, gli affari sociali e l'inclusione attraverso VS 2015/0195, VS 2016/0135, VS 2018/0285, VS 2019/0332 e VS 2020/0313. Per i finanziamenti aggiuntivi si ringraziano il Ministero dell'istruzione e della ricerca tedesco, la Max Planck Society for the Advancement of Science, l'U.S. National Institute on Aging (U01_AG09740-13S2, P01_AG005842, P01_AG08291, P30_AG12815, R21_AG025169, Y1-AG-4553-01, IAG_BSR06-11, OGH4_04-064, HHSN271201300071C, RAG052527A) e i vari altri enti che hanno contribuito a finanziare il progetto (cfr. www.share-project.org).

⁷ Cfr. il riquadro 5 [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?](#) nel numero 6/2020 di questo Bollettino, e il riquadro 4 [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino, che evidenziano entrambi come il COVID-19 abbia condotto a un'impennata del risparmio delle famiglie. Ciò può rappresentare un importante fattore di attenuazione dei timori di futuri rischi connessi al reddito, che a sua volta costituisce una determinante di rilievo per la scelta dei tempi nelle decisioni di pensionamento.

Grafico D

COVID-19 e tempistica delle decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata

(valori percentuali)



Fonte: indagine su salute, invecchiamento e pensionamento in Europa (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe, SHARE) Wave 9.

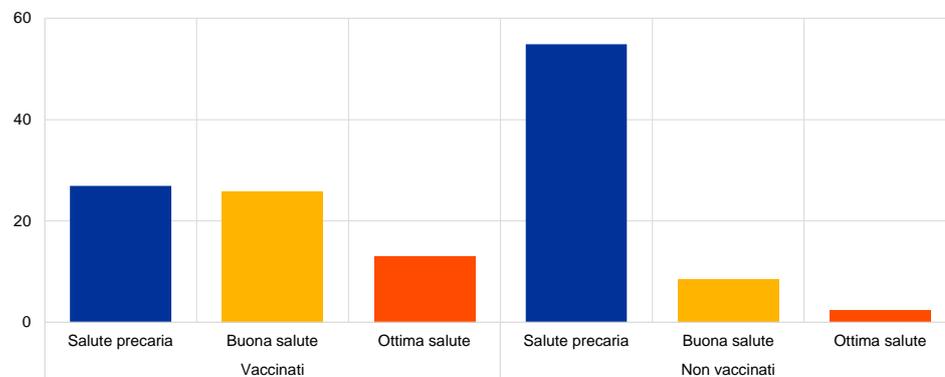
Il prepensionamento è stato particolarmente diffuso tra i lavoratori in condizioni di salute precarie, di riflesso alla percezione di maggiori rischi per la salute derivanti dalla pandemia. Fattori quali le caratteristiche socio-demografiche o sanitarie assumono importanza nella valutazione delle decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata⁸. Un fattore rilevante associato al pensionamento anticipato è la valutazione dell'individuo del proprio stato di salute (cfr. il grafico E). Dopo lo scoppio della pandemia, circa il 30 per cento dei lavoratori in età più avanzata che hanno valutato la propria salute come relativamente precaria è andato in pensione in anticipo rispetto ai piani. Per contro, soltanto il 12 per cento di coloro che hanno dichiarato di essere in ottima salute ha anticipato il pensionamento. Tali andamenti sono molto più marcati per i lavoratori non vaccinati contro il COVID-19. Dei lavoratori in età avanzata non vaccinati, oltre la metà di quelli in condizioni di salute precarie è andata in pensione prima del previsto, mentre meno del 10 per cento di quelli in buona salute e meno del 5 per cento di quelli in ottima salute hanno anticipato il pensionamento. Tali riscontri evidenziano un importante collegamento tra lo stato di salute dei lavoratori e le rispettive decisioni di pensionamento.

⁸ Cfr., ad esempio, Beydoun, H., Beydoun, M., Weiss, J., Gautam, R., Hossain, S., Alemu, B. e Zonderman, A., "Predictors of Covid-19 level of concern among older adults from the health and retirement study", *Scientific Reports* 12, articolo n. 4396, 2022.

Grafico E

Quota di pensionati che hanno anticipato il pensionamento dopo l'insorgere della pandemia, per stato di salute e di vaccinazione

(valori percentuali)



Fonte: indagine su salute, invecchiamento e pensionamento in Europa (Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe, SHARE) Wave 9.

Note: i dati SHARE ponderati sono rappresentativi della popolazione in età pari o superiore a 50 anni. Lo stato di salute è definito ottimo per gli intervistati che hanno dichiarato di godere di salute ottima o molto buona (il 26,2 per cento della popolazione in età più avanzata), buono per coloro che reputano il proprio stato di salute buono (43,9 per cento) e precario per coloro che definiscono il proprio stato di salute accettabile o precario (29,9 per cento). Tra i lavoratori in età più avanzata e in stato di salute precario, l'86,3 per cento ha dichiarato di essere vaccinato, con un tasso di vaccinazione che si attesta all'87 per cento per i lavoratori in età più avanzata in buona salute e l'84,7 per cento per i lavoratori in età più avanzata in ottima salute.

Nel complesso, la nostra analisi rileva che l'andamento dell'attività nel mercato del lavoro dei lavoratori in età più avanzata è stato determinato in certa misura dai cambiamenti nelle decisioni di pensionamento indotti dalla pandemia. La pandemia ha determinato una temporanea diminuzione dell'attività tra i lavoratori in età più avanzata e un'anticipazione delle decisioni di pensionamento per circa 175.000 di essi. Questo numero relativamente esiguo suggerisce che, contrariamente agli andamenti osservati negli Stati Uniti, nell'area dell'euro la pandemia non ha avuto un impatto molto forte sulle decisioni di pensionamento dei lavoratori in età più avanzata. Tuttavia i timori per la salute sembrano svolgere un ruolo nella tempistica di pensionamento di questi lavoratori. Tali riscontri sono rilevanti ai fini di un'analisi del mercato del lavoro, nell'area dell'euro, che dimostri la trasmissione di ampi shock esogeni di natura sanitaria all'attività economica. Ciò mette in luce il potenziale ruolo delle politiche strutturali nell'incrementare la capacità di tenuta delle forze di lavoro dell'area dell'euro migliorando lo stato di salute dei lavoratori o agevolando la creazione di un ambiente di lavoro orientato alla tutela della salute.

3 Il movimento può partire dalla coda? Un'analisi dettagliata dei recenti andamenti della distribuzione delle aspettative di inflazione

a cura di Lucyna Górnicka e Aidan Meyler

Dopo essersi portata al di sotto del 2 per cento nel periodo compreso tra il primo trimestre del 2019 e il secondo del 2021, la distribuzione delle aspettative di inflazione individuali a più lungo termine ricavata dall'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) è ultimamente tornata a collocarsi intorno al 2 per cento ed è ora piuttosto simile alla distribuzione media registrata nel periodo dal terzo trimestre del 2003 al primo trimestre del 2014 (cfr. il grafico A)^{1,2}.

Emerge, tuttavia, una differenza: attualmente una consistente “coda” di intervistati riferisce aspettative di inflazione a più lungo termine pari o superiori al 2,5 per cento. Nell'indagine SPF relativa al terzo trimestre del 2022, tale quota è salita al 17 per cento (pari a 8 dei 46 partecipanti che hanno fornito aspettative di inflazione a più lungo termine)³. Il presente riquadro analizza in maggiore dettaglio le aspettative degli intervistati in questa coda superiore, al fine di comprendere se il recente complessivo ispessimento di quest'ultima possa preludere a un movimento nel resto della distribuzione⁴.

¹ Il panel dell'SPF della BCE, istituito nel 1999, è costituito da esperti di previsioni macroeconomiche operanti in Europa. Nella sua composizione attuale, il panel comprende tra le 75 e le 80 istituzioni, di cui circa 60 sono chiamate a partecipare a ogni edizione dell'indagine; di queste, una media del 75 per cento, o 45 istituzioni, fornisce le proprie aspettative di inflazione a più lungo termine.

² È stato scelto questo periodo di riferimento perché ha inizio dopo il riesame della strategia di politica monetaria condotto dalla BCE nel 2003, che ha definito l'obiettivo di inflazione a medio termine come inferiore ma prossimo al 2 per cento. Nel 2014, quando la BCE ha dato avvio al programma di acquisto di attività, è diminuito il numero di intervistati che segnalavano aspettative del 2,0 per cento ed è aumentato quello di coloro che indicavano attese dell'1,7 per cento.

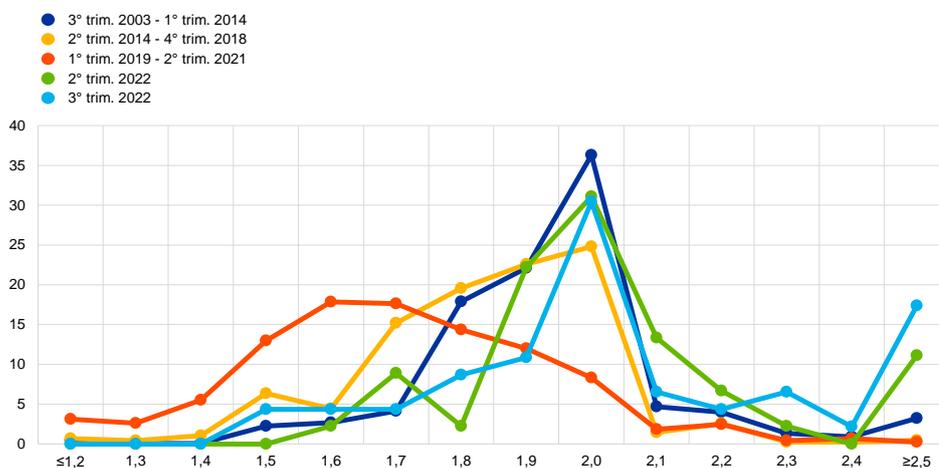
³ Mai in precedenza oltre il 10 per cento dei partecipanti all'indagine SPF aveva segnalato aspettative di inflazione a più lungo termine pari o superiori al 2,5 per cento. L'unico altro periodo (oltre la singola edizione) in cui più del 5 per cento degli intervistati ha segnalato aspettative di inflazione a più lungo termine pari o superiori al 2,5 per cento è stato quello compreso tra il secondo trimestre del 2011 e il terzo trimestre del 2013, quando una quota tra il 7 e il 9 per cento dei partecipanti (dai tre ai quattro) ha indicato attese di tale entità.

⁴ Per un'analisi della possibilità che movimenti nella distribuzione trasversale delle aspettative di inflazione forniscano segnali preventivi del disancoraggio, cfr. Reis, R., “[Losing the Inflation Anchor](#)”, *Brookings Papers on Economic Activity*, atti del convegno BPEA, 9 settembre 2021.

Grafico A

Rappresentazione delle aspettative di inflazione individuali a più lungo termine nell'indagine SPF della BCE

(asse delle ordinate: percentuale degli intervistati; asse delle ascisse: percentuale di inflazione)



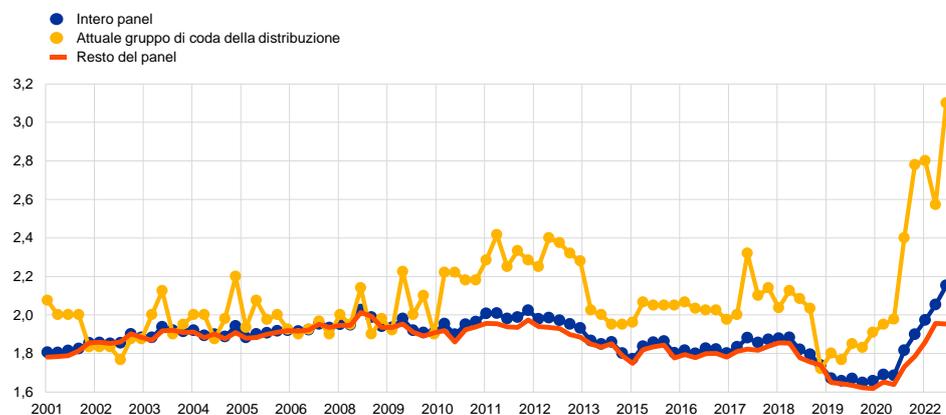
Note: nell'indagine SPF viene richiesto ai partecipanti di segnalare le proprie previsioni puntuali e di assegnare separatamente un livello di probabilità ai diversi intervalli di risultati. Il grafico mostra il differenziale delle risposte relative alle previsioni puntuali.

Dal 2010 le aspettative di inflazione a più lungo termine del gruppo che attualmente rappresenta la coda della distribuzione sono più elevate e volatili rispetto a quelle del resto degli intervistati (cfr. il grafico B). In media, le aspettative di inflazione espresse dall'attuale gruppo di coda della distribuzione sono state di 0,3 punti percentuali superiori a quelle del resto dei partecipanti (2,15 contro 1,85 per cento). Nel corso delle ultime quattro edizioni dell'indagine, tuttavia, il divario si è ampliato. Dal 2010 risulta molto più elevata anche la volatilità (misurata dalla deviazione standard) delle aspettative di inflazione di tale gruppo (0,3 contro 0,1 punti percentuali). Date le modeste dimensioni del campione (otto intervistati nell'ultima indagine, ma in media solo cinque tra i partecipanti a ogni edizione dal 2010), è però necessaria una certa cautela nell'interpretazione di tali dati.

Grafico B

Evoluzione delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dall'indagine SPF della BCE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Nota: per "attuale gruppo di coda della distribuzione" si intendono gli otto partecipanti che hanno indicato aspettative a più lungo termine pari o superiori al 2,5 per cento nell'edizione dell'indagine per il terzo trimestre del 2022.

Secondo le aspettative riferite dal gruppo di coda della distribuzione, l'attuale impennata dell'inflazione sarà più persistente. È possibile analizzarne le ragioni considerando le ultime aspettative espresse dal gruppo in merito ad altre variabili. La tavola A riporta soltanto le aspettative a più lungo termine riferite ad altre variabili, ma l'intero profilo temporale è informativo. Rispetto al resto dei partecipanti all'indagine SPF, il gruppo di coda della distribuzione si attende che l'attuale impennata dell'inflazione complessiva sia più persistente e che sia più elevata e persistente anche l'inflazione di fondo. Ciò si riflette nelle più alte aspettative di inflazione complessiva e di fondo espresse dal gruppo di coda della distribuzione per tutti gli orizzonti di previsione, dal breve al più lungo termine. Le aspettative di tale gruppo circa il costo del lavoro sono più elevate a partire dall'anno solare successivo e le aspettative sul tasso di disoccupazione sono generalmente più ridotte (ossia coerenti con condizioni più tese del mercato del lavoro nel lungo periodo) rispetto a quelle del resto del panel. Per nessuno dei due gruppi esiste una chiara correlazione con le aspettative di crescita del PIL in termini reali. Nel complesso, le differenze nelle aspettative sul tasso di disoccupazione, sebbene in linea con l'ipotesi di condizioni più tese del mercato del lavoro, non appaiono sufficientemente ampie da spiegare il significativo divario tra le aspettative di inflazione a più lungo termine del gruppo di coda della distribuzione e quelle degli altri previsori professionali.

Tavola A

Aspettative a più lungo termine relative alle diverse variabili macroeconomiche nell'indagine SPF della BCE per il terzo trimestre del 2022

	Inflazione misurata sullo IAPC	Inflazione misurata sull'HICPX	Crescita del PIL in termini reali	Tasso di disoccupazione	Crescita del costo del lavoro
Gruppo di coda della distribuzione	3,1%	3,2%	1,8%	6,1%	4,3%
(escluso valore estremo)	(2,6%)	(2,5%)	(1,6%)	(6,2%)	(3,0%)
Numero di partecipanti	8	5	8	7	4
Resto del panel	2,0%	1,9%	1,4%	6,4%	2,5%
Numero di partecipanti	38	25	35	30	12
Intero panel	2,2%	2,2%	1,5%	6,4%	3,0%
(escluso valore estremo)	(2,1%)	(2,0%)	(1,5%)	(6,4%)	(2,6%)
Numero di partecipanti	46	30	43	37	16

Nota: le percentuali riportate tra parentesi indicano il dato ottenuto escludendo un valore estremo, mentre le percentuali senza parentesi includono il valore estremo.

In passato i previsori che attualmente segnalano le più elevate aspettative di inflazione a più lungo termine hanno mostrato la tendenza a essere più sensibili all'inflazione effettiva. Se si valutano le correlazioni con l'inflazione e la crescita (valori effettivi e aspettative a breve termine) nel corso del tempo, nel gruppo di coda della distribuzione le aspettative di inflazione a più lungo termine appaiono maggiormente correlate con l'inflazione effettiva e con le aspettative individuali a breve termine rispetto a quanto si osserva per il resto dei previsori, mentre per nessuno dei due gruppi vi è un legame chiaro con la crescita effettiva o con le aspettative di crescita a breve termine⁵.

Dunque, le aspettative del gruppo di coda della distribuzione anticipano quelle del resto degli intervistati? È possibile verificarlo mediante test di causalità di Granger sulle aspettative medie del gruppo di coda della distribuzione, per il lungo periodo e per l'anno successivo, rispetto a quelle del resto del panel⁶. L'analisi non fornisce alcuna evidenza chiara del nesso di causalità di Granger in nessuna delle due direzioni: in altri termini, la coda, storicamente, non sembra aver determinato i movimenti della distribuzione nella parte relativa al resto del panel.

La nostra analisi suggerisce, pertanto, che le aspettative del gruppo di coda della distribuzione non abbiano determinato variazioni nelle aspettative del resto dei previsori professionali. Alcune ricerche recenti sostengono che la coda destra della distribuzione dei previsori è composta da cosiddetti "fast learners",

⁵ Questa valutazione è confermata da regressioni a livello di previsore delle aspettative di inflazione a lungo termine sull'inflazione effettiva, sulla crescita del PIL e sulla disoccupazione passate (tenendo conto degli effetti fissi per previsore). Sebbene sia il gruppo di coda della distribuzione sia il resto del panel siano sensibili all'inflazione effettiva, nel caso della coda ciò avviene in misura significativamente superiore rispetto al resto del panel: un incremento dell'inflazione pari a un punto percentuale determina un aumento delle aspettative di inflazione a più lungo termine di 0,2 punti percentuali per il gruppo di coda della distribuzione e di soli 0,03 punti percentuali per il resto del panel.

⁶ Cfr. Granger, C. W. J., "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods", *Econometrica*, 1969.

definiti come coloro che sono attenti alle novità in tema di dati e notizie⁷. Gli analisti che hanno prontamente aggiornato le proprie valutazioni, secondo questa tesi, hanno formulato previsioni corrette sul futuro. I risultati della nostra analisi suggeriscono che gli intervistati nel gruppo di coda della distribuzione sono più sensibili agli andamenti attuali rispetto agli altri previsori e, di conseguenza, potrebbero proiettare le dinamiche dell'inflazione a breve termine in modo più marcato e persistente sul più lungo termine.

⁷ Cfr. Reis, R., “[Inflation expectations: rise and responses](#)”, intervento pronunciato in occasione del Forum della BCE sull'attività di banca centrale il 29 giugno 2022.

Come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini, Johannes Gareis e Moreno Roma

Dall'inizio del 2022 i tassi applicati ai mutui ipotecari nell'area dell'euro sono aumentati in misura significativa, dopo aver toccato un minimo storico nel 2021. Nel corso degli ultimi due anni il mercato degli immobili residenziali

dell'area dell'euro ha registrato una dinamica vivace ed è stato sostenuto da tassi favorevoli sui mutui ipotecari (cfr. il grafico A)¹. La crescita dei prezzi delle abitazioni nell'area ha subito un'accelerazione, in termini aggregati, da un incremento annuale pari al 4 per cento circa alla fine del 2019 a quasi il 10 per cento nel primo trimestre del 2022: il tasso più elevato dagli inizi del 1991. Al tempo stesso, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno segnato una rapida ripresa dopo il crollo connesso alla pandemia nel 2020 e nel primo trimestre di quest'anno si collocavano su livelli superiori di circa il 6 per cento a quelli precedenti la crisi. L'indicatore composito del costo dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni è sceso al minimo storico dell'1,3 per cento a settembre 2021 ed è rimasto sostanzialmente invariato fino a dicembre dello stesso anno². Tuttavia, nella prima metà dell'anno in corso i tassi sui mutui ipotecari hanno riportato un significativo aumento (pari a 63 punti base): il maggiore incremento su sei mesi mai registrato.

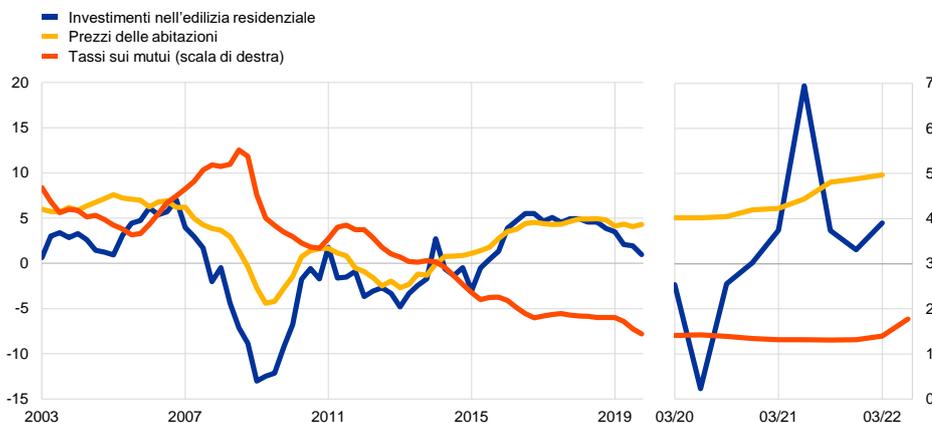
¹ Per una valutazione degli andamenti del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di coronavirus (COVID-19), cfr. l'articolo 3 *Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino. Per una trattazione dei rischi legati al mercato dell'edilizia residenziale, cfr. Igan, D., Kohlscheen, E. e Rungcharoenkitkul, P., "Housing market risks in the wake of the pandemic", *BIS Bulletin*, n. 50, BRI, marzo 2022.

² Ai fini del presente riquadro, "tassi sui mutui" si riferisce all'indicatore composito del costo dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni.

Grafico A

Investimenti nell'edilizia residenziale, prezzi delle abitazioni e tassi di interesse sui mutui

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: valori percentuali)



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

Nota: la voce "Tassi sui mutui" fa riferimento all'indicatore composito del costo dell'indebitamento delle famiglie per l'acquisto di abitazioni ed è espressa in medie trimestrali.

L'evidenza empirica suggerisce che l'andamento del mercato degli immobili residenziali è molto sensibile ai tassi sui mutui ipotecari.

Al fine di evidenziare come l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari influenza i prezzi delle abitazioni e gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro si utilizza un metodo basato su proiezioni lineari locali³. Secondo il modello stimato, un aumento pari a 1 punto percentuale del tasso sui mutui ipotecari determina, a parità di altre condizioni, un calo dei prezzi delle abitazioni pari approssimativamente al 5 per cento dopo circa due anni (cfr. il grafico B)⁴. Tuttavia, lo stesso aumento in punti percentuali del tasso applicato ai mutui ha un impatto maggiore sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, provocando una diminuzione dell'8 per cento dopo circa due anni.

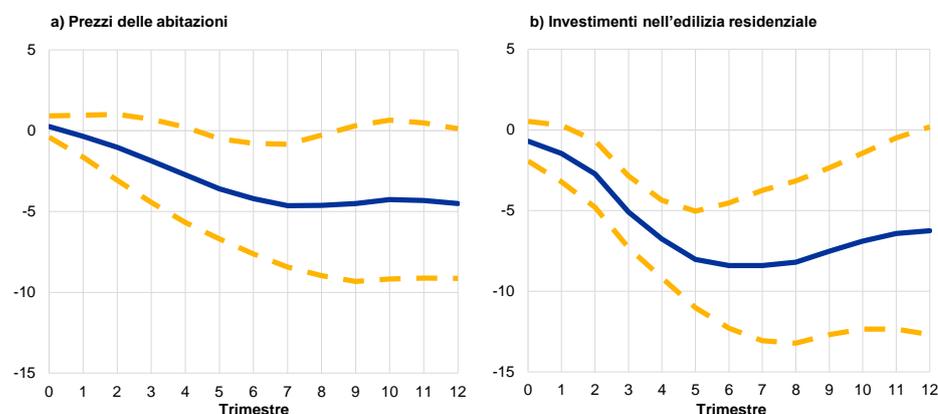
³ Il modello comprende dei ritardi per ogni variabile legata all'edilizia residenziale e anche per un insieme di ulteriori variabili di controllo dello stato dell'economia e delle condizioni dei mercati finanziari e del credito, quali il PIL in termini reali, lo IAPC, un tasso di interesse a breve termine e i prestiti per l'acquisto di abitazioni. Tali variabili di controllo sono incluse anche fino a ritardo pari a zero, per cui la sensibilità stimata dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale alle variazioni dei tassi sui mutui riflette solo l'impatto di uno "shock da spread sui mutui", causato da un qualsiasi altro fattore non rilevato dalle variabili di controllo, come, per esempio, una diversa propensione al rischio da parte dei debitori e delle modifiche ai premi per il rischio dei tassi a lungo termine. Per un modello analogo riferito al mercato dell'edilizia residenziale statunitense, cfr. Liu, H., Lucca, D., Parker, D. e Rays-Wahba, G., "The Housing Boom and the Decline in Mortgage Rates", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, settembre 2021.

⁴ Tutte le variabili del modello sono espresse in valori logaritmici moltiplicati per 100, ad eccezione dei tassi di interesse, espressi in percentuale. Pertanto, la sensibilità stimata dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale misura la variazione percentuale dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti residenziali in risposta a una variazione di 1 punto percentuale del tasso sui mutui ipotecari. Tale concetto viene comunemente definito "semi-elasticità".

Grafico B

Semi-elasticità stimate dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nell'edilizia residenziale a un aumento del tasso sui mutui pari a 1 punto percentuale

(valori percentuali)



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

Note: i pannelli mostrano le "smussate" semi-elasticità stimate dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale a un aumento del tasso sui mutui pari a 1 punto percentuale, sulla base di proiezioni lineari locali. Le proiezioni includono il PIL in termini reali, lo IAPC, un tasso di interesse a breve termine e i prestiti per l'acquisto di abitazioni come variabili di controllo e sono stimate per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1995 e l'ultimo trimestre del 2019 (ovvero escludendo il periodo della crisi legata al COVID-19). Le semi-elasticità stimate sono "smussate" in quanto ci si riferisce a medie mobili centrate di tre periodi, escludendo i punti iniziali e finali. Le linee tratteggiate si riferiscono agli intervalli di confidenza del 90 per cento.

I prezzi delle abitazioni e gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale risentono maggiormente dell'aumento dei tassi sui mutui in un contesto di bassi tassi di interesse.

In base alla teoria sui prezzi delle attività, con livelli inferiori di tassi sui mutui aumenta la sensibilità dei prezzi delle abitazioni alle variazioni di tali tassi, perché quando questi diminuiscono si hanno maggiori effetti di sconto su canoni di locazione e prezzi futuri⁵. Tale maggiore sensibilità dei prezzi delle abitazioni potrebbe, a sua volta, rendere altresì più sensibili gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, tramite la redditività degli immobili residenziali e gli effetti sul valore delle garanzie, in quanto entrambi questi fattori rappresentano delle determinanti significative degli investimenti e risentono dell'andamento dei prezzi delle abitazioni⁶. Al fine di rilevare tale non linearità, si apporta un adeguamento al modello perché includa un indicatore di controllo del livello dei tassi sui mutui⁷. I risultati di questo modello non lineare mostrano che, in un contesto di bassi tassi di interesse, il calo stimato dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, in risposta a un aumento dei tassi sui mutui ipotecari di 1

⁵ Cfr., ad esempio, Himmelberg, C., Mayer, C. e Sinai, T., "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, n. 4, autunno 2005, pagg. 67-92.

⁶ Sul legame tra redditività degli immobili residenziali e investimenti nel settore dell'edilizia residenziale cfr., ad esempio, Jud, G. D. e Winkler, D. T., "The Q Theory of Housing Investment", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, n. 27, novembre 2003, pagg. 379-392.

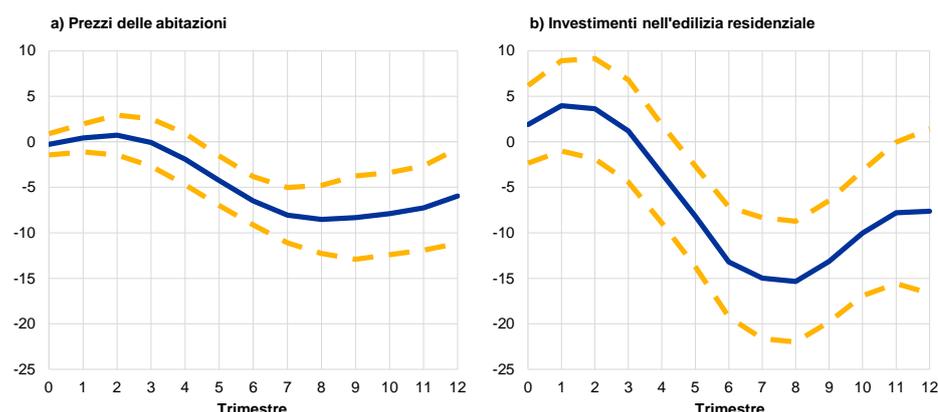
⁷ Nello specifico, tale indicatore calcola la probabilità che si concretizzi un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse ed è determinato da una funzione logistica, dove la variabile di stato è rappresentata dalla media mobile a 12 trimestri del tasso sui mutui ipotecari e la soglia che identifica il contesto di bassi tassi di interesse fissata alla mediana di tale variabile, con un conseguente tasso di interesse pari al 4,5 per cento. Il parametro della velocità di transizione è fissato a 5. Per applicazioni diverse di questa tecnica, cfr., ad esempio, Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y., "Fiscal Multipliers in Recession and Expansion", in Alesina, A. e Giavazzi, F. (a cura di), *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, University of Chicago Press, 2013, pagg. 63-102, anche Tenreyro, S. e Thwaites, G., "Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n. 4, ottobre 2016, pagg. 43-74.

punto percentuale, è rispettivamente pari ad approssimativamente il 9 e il 15 per cento dopo circa due anni. Si tratta di circa il doppio rispetto a quanto emerge dai risultati lineari (cfr. il grafico C)⁸.

Grafico C

Semi-elasticità stimate dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nell'edilizia residenziale a un aumento del tasso sui mutui pari a 1 punto percentuale in un contesto di bassi tassi di interesse

(valori percentuali)



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

Note: i pannelli mostrano le "smussate" semi-elasticità stimate dei prezzi delle abitazioni e degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale a un aumento del tasso sui mutui pari a 1 punto percentuale, in un contesto di bassi tassi di interesse, sulla base di proiezioni non lineari locali. Le proiezioni includono il PIL in termini reali, lo IAPC, un tasso di interesse a breve termine e i prestiti per l'acquisto di abitazioni come variabili ulteriori e sono stimate per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1995 e l'ultimo trimestre del 2019 (ovvero escludendo il periodo della crisi legata al COVID-19). Le semi-elasticità stimate sono "smussate" in quanto ci si riferisce a medie mobili centrate di tre periodi, escludendo i punti iniziali e finali. Le linee tratteggiate si riferiscono agli intervalli di confidenza del 90 per cento.

Tuttavia, oltre ai tassi sui mutui ipotecari, l'andamento del mercato degli immobili residenziali risente di altri fattori, fra cui quelli di natura strutturale.

Sebbene l'evidenza empirica ricavata da proiezioni locali segnali correzioni al ribasso potenzialmente ampie per il mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro, andrebbero considerati anche altri fattori, non rilevati dai modelli. Tali fattori potrebbero accrescere l'incertezza circa le prospettive per l'edilizia residenziale⁹.

A seguito della pandemia di COVID-19, le famiglie ora mostrano di attribuire

⁸ Per ulteriori evidenze di come gli andamenti del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro mostrino maggiore sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse sui mutui ipotecari in un contesto di bassi tassi di interesse, cfr. il riquadro "Drivers of rising house prices and the risk of reversal", *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2022, che suggerisce che i prezzi delle abitazioni in termini reali diminuiscono di 280 punti in base in più in risposta a un incremento dei tassi sui mutui ipotecari in termini reali pari a 1 punto percentuale, rispetto ai livelli attuali, se si considerano le relazioni non lineari. Anche le simulazioni che impiegano il modello ECB-BASE confermano, seppur in forma sensibilmente più debole, l'impatto maggiore in presenza di bassi tassi di interesse. Per il modello ECB-BASE, cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019. Un importante motivo di cautela delle proiezioni locali non lineari riguarda i timori circa l'endogeneità della variabile di stato, espressi di recente in Gonçalves, S., Herrera, A. M., Kilian, L. e Pesavento, E., "When Do State-Dependent Local Projections Work?", *Research Department Working Papers*, n. 2205, Federal Reserve Bank of Dallas, maggio 2022. Per far fronte a tali timori, la variabile di stato si basa sull'ipotesi di un notevole ritardo (cfr. la precedente nota a pie' di pagina).

⁹ Fra gli altri fattori, è probabile che si riscontri una minore attrattiva dell'edilizia residenziale a fini di investimento, data la relativa stabilità dei rendimenti dei canoni di locazione rispetto all'aumento dei rendimenti obbligazionari osservato. Tale effetto potrebbe tuttavia essere attenuato in parte dall'aumento dell'inflazione, che orienta le scelte di portafoglio verso "attività reali", quali l'edilizia residenziale.

maggior importanza a immobili più spaziosi, che consentano il lavoro da remoto, e manifestano più interesse per aree più distanti dal proprio ufficio¹⁰. Evidenze preliminari segnalano, dall'insorgere della pandemia di COVID-19, maggiori rincari per le case indipendenti in alcuni dei paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili dati (cfr. il pannello a) del grafico D). Inoltre, nell'area dell'euro i prezzi sono aumentati in misura maggiore per gli immobili al di fuori delle capitali dell'area a partire dalla pandemia di COVID-19 e la quota della popolazione dell'area che vive in case indipendenti è aumentata nel 2020 (cfr. il pannello b) del grafico D)¹¹. La preferenza per metrature più ampie potrebbe inoltre sostenere gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale. I cambiamenti nelle preferenze circa gli immobili residenziali indotte dalla pandemia potrebbero contrastare l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e spiegare in parte la capacità di tenuta osservata nel mercato degli immobili residenziali dell'area dell'euro.

¹⁰ Cfr., ad esempio, Bottero, M., Bravi, M., Caprioli, C., Dell'Anna, F., Dell'Ovo, M. e Oppio, A., "New Housing Preferences in the COVID-19 Era: A Best-to-Worst Scaling Experiment", *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, settembre 2021, pagg. 120-129, nonché Tajani, F., Morano, P., Di Liddo, F., Guarini, M. R. e Ranieri, R., "The Effects of Covid-19 Pandemic on the Housing Market: A Case Study in Rome (Italy)", *Computational Science and Its Applications – ICCSA 2021*, settembre 2021, pagg. 50-62.

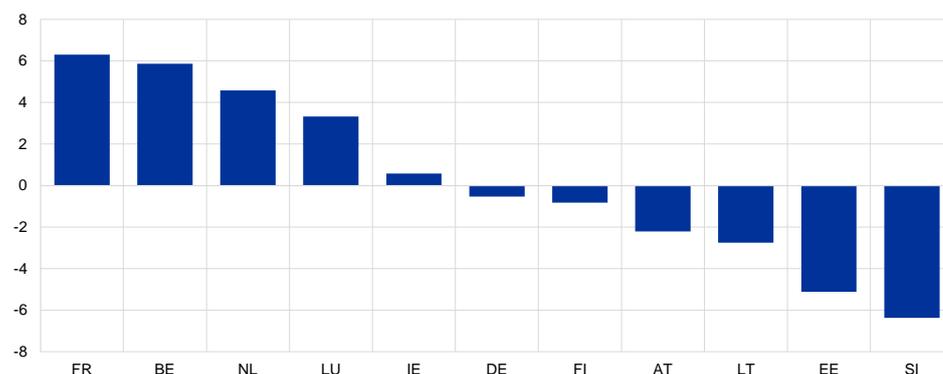
¹¹ È rilevante sottolineare che tali cambiamenti nelle preferenze incidono sulle quotazioni immobiliari relative, piuttosto che aggregate.

Grafico D

Confronto tra gli aumenti dei prezzi delle case indipendenti e semi-indipendenti; prezzi aggregati delle abitazioni dell'area dell'euro e prezzi delle abitazioni nelle capitali dell'area; quota/variazione della quota di popolazione che vive in case indipendenti

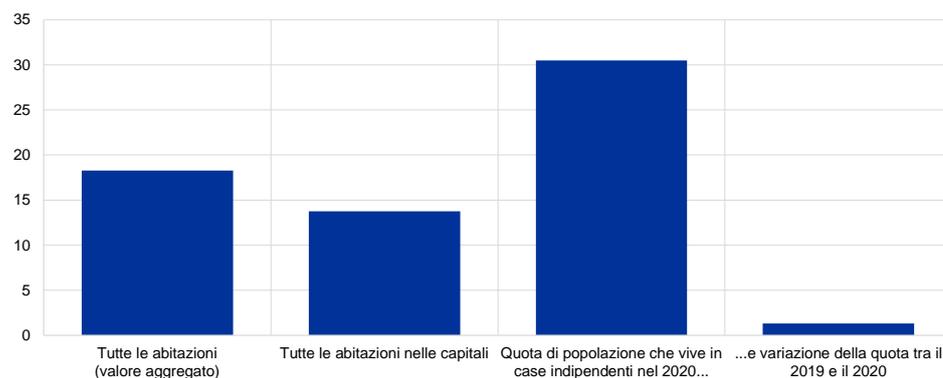
a) Confronto tra gli aumenti dei prezzi delle case indipendenti e semi-indipendenti

(variazioni in punti percentuali dal primo trimestre del 2020)



b) Prezzi delle abitazioni dell'area dell'euro e quota/variazione della quota di popolazione che vive in case indipendenti

(variazioni percentuali dei prezzi dal primo trimestre del 2021; quota di popolazione in percentuale della popolazione totale, variazione in punti percentuali della quota di popolazione)



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

Note: pannello a): per Germania e Belgio i dati si riferiscono alla differenza tra i prezzi delle case e degli appartamenti. I dati relativi a Germania, Estonia, Irlanda e Lituania si riferiscono a tutte le abitazioni (nuove e già esistenti), mentre per gli altri paesi si riferiscono alle abitazioni già esistenti. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2022, eccetto per Lussemburgo, Austria e Finlandia, per i quali si riferisce all'ultimo trimestre del 2021. Pannello b): la serie aggregata dell'area dell'euro per i prezzi delle abitazioni è una media ponderata per il PIL e include Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Paesi Bassi, Austria, Slovenia e Finlandia.

5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 20 aprile al 26 luglio 2022

a cura di Ioana Duca-Radu e Juliane Kinsele

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento delle riserve del 2022. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'intervallo di tempo dal 20 aprile al 26 luglio 2022 ("periodo di riferimento").

La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro è aumentata di 34,1 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo un livello record pari a 4.523,1 miliardi. L'incremento complessivo è stato determinato principalmente dagli acquisti netti di attività condotti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) ed è stato in parte compensato da un aumento dei fattori autonomi netti. L'aumento si è verificato principalmente nel terzo periodo di mantenimento, mentre la media della liquidità in eccesso è diminuita durante il quarto periodo, principalmente per effetto dei rimborsi delle operazioni OMRLT-III e degli acquisti netti nell'ambito del PAA che si sono conclusi il 1° luglio 2022.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è aumentato di 25,3 miliardi di euro, fino a raggiungere 2.602,8 miliardi durante il periodo di riferimento. Tale aumento è quasi interamente riconducibile a un incremento dei fattori autonomi netti di 21,6 miliardi di euro, fino a 2.443,7 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate solo di 3,7 miliardi di euro, raggiungendo 159,1 miliardi.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 63,4 miliardi di euro, raggiungendo 3.385,3 miliardi, principalmente a causa degli incrementi di altri fattori autonomi e delle banconote in circolazione. Durante il periodo di riferimento gli altri fattori autonomi (cfr. la tavola A per ulteriori informazioni) sono aumentati di 42,3 miliardi di euro, fino a 1.145,7 miliardi. Le banconote in circolazione sono aumentate di 33,6 miliardi di euro, portandosi a 1.596,9 miliardi, segnalando un ritorno agli andamenti antecedenti la pandemia. Alla fine del secondo periodo di mantenimento l'aumento della domanda a fini precauzionali in alcune giurisdizioni a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia si è stabilizzato. Ciò significa che la media del primo e del secondo periodo di mantenimento non ha seguito il suo tipico andamento stagionale, solitamente caratterizzato dal rientro di banconote dopo il periodo natalizio e la fine dell'anno. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono diminuiti solo lievemente, di una media di 12,4 miliardi di euro, mantenendosi su una

media di 642,7 miliardi. Ciò contrasta con il massimo storico di 749,0 miliardi di euro registrato nel sesto periodo di mantenimento del 2020, quando i governi dell'area dell'euro hanno aumentato le riserve di liquidità a fini precauzionali in risposta all'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19) e all'accresciuta incertezza sulle entrate e sulle spese.

I fattori autonomi di immissione di liquidità sono aumentati di 42,0 miliardi di euro, attestandosi a 942,0 miliardi. Tale incremento riflette principalmente un aumento di 38,1 miliardi di euro delle attività nette sull'estero. Nel complesso, l'aumento dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità ha più che compensato tali andamenti, per cui i fattori autonomi netti hanno contribuito a ridurre la liquidità in eccesso.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi¹ appena illustrati e delle relative variazioni.

¹ Per maggiori informazioni 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: dal 20 aprile al 26 luglio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 20 aprile al 14 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 15 giugno al 26 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	3.385,3	(+63,4)	3.346,9	(-8,6)	3.436,4	(+89,5)	3.321,9	(+149,9)
Banconote in circolazione	1.596,9	(+33,6)	1.591,5	(+15,6)	1.604,0	(+12,4)	1.563,2	(+32,2)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	642,7	(-12,4)	624,1	(-43,7)	667,6	(+43,6)	655,2	(+50,0)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.145,7	(+42,3)	1.131,4	(+19,5)	1.164,9	(+33,5)	1.103,5	(+67,7)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	3.843,0	(+84,3)	3.888,3	(+117,8)	3.782,5	(-105,9)	3.758,7	(+85,7)
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	942,2	(+19,1)	935,5	(+5,1)	948,9	(+13,4)	923,0	(+0,4)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	2.893,2	(+57,6)	2.952,8	(+112,7)	2.833,6	(-119,2)	2.835,6	(+85,3)
Riserve obbligatorie minime²⁾	159,1	(+3,7)	157,8	(+1,0)	160,9	(+3,1)	155,4	(+0,6)
Soglia di esenzione³⁾	954,6	(+22,3)	946,6	(+5,9)	965,1	(+18,5)	932,3	(+3,3)
Depositi presso la banca centrale	680,2	(-50,2)	681,3	(-33,5)	678,7	(-2,7)	730,4	(-9,2)
Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento della liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE

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

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

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

3) Spiegazioni sulle eccedenze che beneficiano o non beneficiano dell'esenzione sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 20 aprile al 26 luglio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 20 aprile al 14 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 15 giugno al 26 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	942,0	(+42,0)	936,3	(+27,6)	949,7	(+13,4)	900,1	(+68,7)
Attività nette sull'estero	938,3	(+38,1)	934,2	(+21,0)	943,7	(+9,5)	900,2	(+41,8)
Attività nette denominate in euro	3,7	(+3,9)	2,1	(+6,6)	6,0	(+3,9)	-0,1	(+26,9)
Strumenti di politica monetaria	7.125,9	(+59,5)	7.138,4	(+49,1)	7.109,1	(-29,3)	7.066,4	(+158,1)
Operazioni di mercato aperto	7.125,9	(+59,5)	7.138,4	(+49,1)	7.109,1	(-29,3)	7.066,4	(+158,1)
Operazioni di credito	2.178,3	(-22,5)	2.199,3	(-0,7)	2.150,3	(-49,0)	2.200,8	(-4,5)
ORP	0,7	(+0,4)	0,5	(+0,2)	1,0	(+0,5)	0,3	(+0,1)
ORLT a tre mesi	0,3	(+0,2)	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,2)	0,1	(+0,0)
OMRLT-III	2.174,6	(-22,6)	2.195,7	(-0,8)	2.146,4	(-49,4)	2.197,2	(-5,0)
ORLTEP	2,8	(-0,4)	2,9	(-0,2)	2,6	(-0,3)	3,2	(+0,4)
Portafogli definitivi	4.947,6	(+82,0)	4.939,1	(+49,9)	4.958,8	(+19,7)	4.865,6	(+162,7)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,4)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,5	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,2	(-0,5)	1,0	(-1,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	300,2	(+3,9)	298,8	(+2,2)	302,1	(+3,3)	296,3	(-1,4)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	3,4	(-0,9)	3,3	(+0,0)	3,4	(+0,0)	4,2	(-2,3)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	26,0	(-0,9)	26,5	(-0,6)	25,4	(-1,1)	27,0	(-1,4)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.579,8	(+54,2)	2.572,3	(+38,8)	2.589,8	(+17,6)	2.525,6	(+37,9)
Programma di acquisto di attività del settore societario	341,1	(+14,5)	338,7	(+8,1)	344,2	(+5,5)	326,5	(+16,4)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	1.696,6	(+11,6)	1.698,8	(+1,5)	1.693,7	(-5,1)	1.685,1	(+115,1)
Operazioni di rifinanziamento marginale	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.

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 20 aprile al 26 luglio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 20 aprile al 14 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 15 giugno al 26 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	2.602,8	(+25,3)	2.568,8	(-35,1)	2.648,0	(+79,2)	2.577,4	(+81,8)
Fattori autonomi netti ²⁾	2.443,7	(+21,6)	2.411,1	(-36,1)	2.487,2	(+76,1)	2.422,1	(+81,2)
Liquidità in eccesso ³⁾	4.523,1	(+34,1)	4.569,7	(+84,3)	4.461,1	(-108,5)	4.489,1	(+76,4)

Fonte: BCE

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 20 aprile al 26 luglio 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022	
	Terzo e quarto periodo di mantenimento		Terzo periodo di mantenimento: dal 20 aprile al 14 giugno		Quarto periodo di mantenimento: dal 15 giugno al 26 luglio		Primo e secondo periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,583	(-0,003)	-0,584	(-0,002)	-0,581	(+0,003)	-0,579	(-0,003)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	-0,646	(-0,008)	-0,642	(+0,002)	-0,652	(-0,010)	-0,638	(+0,108)

Fonti: BCE e CME Group.

Nota: le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

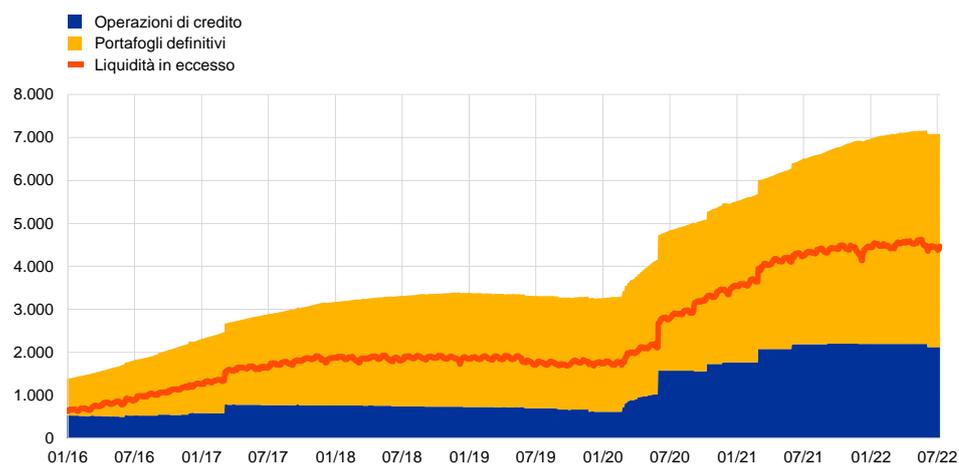
L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 59,5 miliardi di euro e ha raggiunto 7.125,9 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A). Tale incremento si è verificato principalmente durante il terzo periodo di mantenimento ed è riconducibile al proseguimento degli acquisti netti nell'ambito del PAA. Durante il quarto periodo di mantenimento, gli acquisti netti nell'ambito del PAA sono terminati il 1° luglio e sono

stati regolati i rimborsi volontari delle operazioni OMRLT-III, determinando un calo della liquidità in eccesso.

Grafico A

Andamento della liquidità offerta nell'ambito delle operazioni di mercato aperto e della liquidità in eccesso

(miliardi di euro)



Fonte: BCE

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 26 luglio 2022.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 22,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento. Tale riduzione è stata determinata principalmente dai rimborsi volontari delle operazioni OMRLT-III, pari a 74,1 miliardi di euro effettuati alla fine di giugno, il cui effetto complessivo sulle medie del periodo in esame diverrà evidente solo nel periodo di mantenimento successivo. Le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi hanno continuato a svolgere un ruolo solo marginale, con un ricorso medio lievemente aumentato, rispettivamente a 0,4 e 0,2 miliardi di euro, in confronto al periodo di riferimento precedente.

Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 82,0 miliardi di euro, collocandosi a 4.947,6 miliardi, grazie agli acquisti netti condotti nell'ambito del PAA. L'andamento del PAA è stato determinato principalmente dagli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico, che sono aumentati in media di 54,2 miliardi di euro, raggiungendo 2.579,8 miliardi. Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore societario sono aumentati in media di 14,5 miliardi di euro, portandosi a 341,1 miliardi. Gli altri programmi nell'ambito del PAA hanno registrato solo variazioni marginali. L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) è pari a 1.696,6 miliardi di euro. Sebbene gli acquisti netti nell'ambito del PEPP siano stati sospesi alla fine di marzo 2022, proseguono i reinvestimenti del capitale in scadenza. I titoli in scadenza detenuti nell'ambito di programmi non attivi, tra cui il programma per il mercato dei titoli finanziari e il primo

e il secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite, hanno ridotto il loro ammontare aggregato di 1,4 miliardi di euro.

Eccesso di liquidità

La liquidità media in eccesso è aumentata di 34,1 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico pari a 4.523,1 miliardi (cfr. il grafico A). Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. I depositi in conto corrente eccedenti le riserve obbligatorie minime delle banche (riserve in eccesso) sono cresciuti di 84,3 miliardi di euro, raggiungendo 3.843,0 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 50,2 miliardi di euro, fino a 680,2 miliardi. La liquidità in eccesso giornaliera ha raggiunto un picco il 14 giugno, ultimo giorno del terzo periodo di mantenimento, arrivando a 4.622,4 miliardi di euro.

Le riserve in eccesso esenti dal pagamento del tasso negativo sui depositi, come previsto dal sistema di remunerazione a due livelli², sono cresciute di 19,1 miliardi di euro, toccando 942,2 miliardi. La liquidità in eccesso che non beneficia di tale esenzione, comprendente i depositi presso la banca centrale, ha registrato un lieve incremento di 7,4 miliardi di euro, raggiungendo i 3.573,4 miliardi. Il tasso aggregato d'impiego della soglia massima di esenzione, ovvero il rapporto tra le riserve esenti e l'esenzione massima³, si è attestato al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020. Nell'attuale periodo di riferimento si è collocato su un livello lievemente inferiore, pari al 98,7 per cento, rispetto al 99,0 per cento del periodo precedente. La quota delle riserve esenti rispetto al totale della liquidità in eccesso si è collocata al 20,8 per cento, a fronte del 20,6 per cento registrato nel periodo di riferimento precedente.

Andamenti dei tassi di interesse

La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata a -58,3 punti base nel periodo di riferimento. Dato l'elevato livello di liquidità in eccesso, l'€STR ha continuato a essere relativamente inelastico, anche a seguito di sostanziali oscillazioni della liquidità. I tassi di riferimento della BCE, ovvero quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principali e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento. L'aumento di 50 punti base dei tassi di riferimento della BCE è entrato in vigore solo dopo la fine del periodo in esame e il suo impatto sarà esaminato nel prossimo riquadro sulle condizioni di liquidità.

² Ulteriori informazioni sul sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve in eccesso sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

³ L'esenzione massima è misurata come la somma della riserva obbligatoria e della soglia di esenzione, che è pari a sei volte l'importo della riserva obbligatoria.

Anche la media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), è rimasta sostanzialmente invariata a -64,6 punti base. Sebbene il livello medio sia rimasto sostanzialmente invariato, l'andamento di fine trimestre è stato particolarmente pronunciato alla fine di giugno, quando l'indice del tasso repo in euro RepoFunds ha registrato un livello pari a -1,145 per cento, il più basso da ottobre 2014, esclusi i dati riferiti alla fine dell'anno.

6 Standard minimi comuni per l'integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico nei sistemi interni di valutazione della qualità dei crediti dell'Eurosistema

a cura di Julia Körding e Florian Resch¹

I sistemi interni di valutazione della qualità dei crediti (in-house credit assessment systems, ICAS) devono tenere conto di tutti i fattori di rischio, compreso il cambiamento climatico, al fine di assicurare che le garanzie stanziata ai fini delle operazioni di politica monetaria continuino a essere adeguate. Per via del loro impatto sull'economia, nonché sul profilo di rischio e sul valore delle attività nel bilancio dell'Eurosistema, il cambiamento climatico e la transizione verso un'economia più verde incidono sul conseguimento dell'obiettivo primario della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. L'8 luglio 2021 la BCE ha pubblicato un [piano di azione](#), accompagnato da una [tabella di marcia](#), volto a includere le considerazioni relative ai cambiamenti climatici nella strategia e nelle operazioni di politica monetaria. Uno degli aspetti trattati in quest'ultimo documento è l'analisi dei rischi legati ai cambiamenti climatici nelle valutazioni della qualità dei crediti svolte ai fini della gestione delle garanzie. Nel valutare il rischio di credito occorre tenere conto sia dei rischi di transizione sia di quelli fisici, in quanto essi possono influire sulla crescita, sui risultati finanziari, sulla posizione di mercato e sul modello imprenditoriale di un'impresa e conseguentemente sul suo merito di credito. L'Eurosistema ha perciò messo a punto degli standard minimi comuni per incorporare i rischi legati al cambiamento climatico nei propri ICAS. Tali standard sono stati approvati dalla BCE ed entreranno in vigore entro la fine del 2024, come [comunicato](#) il 4 luglio 2022.

Gli ICAS: la fonte interna dell'Eurosistema per la valutazione della qualità dei crediti

Nel quadro della gestione delle garanzie dell'Eurosistema, gli ICAS realizzati da sette banche centrali nazionali dell'area dell'euro costituiscono un'importante fonte di valutazione del rischio di credito per le garanzie non negoziabili (crediti)². Le controparti possono utilizzare le valutazioni degli ICAS per conferire come garanzia prestiti concessi a società non finanziarie, comprese le piccole e medie imprese (PMI); nella maggior parte dei casi tali prestiti non sono trattati dalle istituzioni specializzate nella valutazione creditizia che agiscono

¹ Il presente riquadro attinge dall'ampia letteratura concernente la messa a punto di standard minimi comuni per l'integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico nelle valutazioni dei sistemi ICAS. Oltre agli autori citati sopra, hanno preso parte al lavoro anche i seguenti colleghi della BCE e delle BCN: L. Auria, J. Braun, S. Caleiro, S. Ciummo, T. Fluteau, P.-Y. Gauthier, F. Giovannelli, A. Maldonado, F. Monterisi e S. Wukovits.

² Cfr. Auria, Bingmer, Caicedo Graciano et al., "Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area", *ECB Occasional Paper Series*, n. 284, Francoforte, ottobre 2021.

all'esterno dell'Eurosistema. Alla fine del 2021 gli ICAS hanno valutato il 34 per cento del valore delle garanzie non negoziabili al netto degli scarti di garanzia. Una serie di regole a livello di Eurosistema assicura che tali sistemi seguano procedure armonizzate e integrino nelle loro valutazioni i principali fattori di rischio. Il processo di valutazione prevede il ricorso a un modello statistico che tipicamente è basato su indicatori finanziari, seguito da un'analisi esperta delle informazioni qualitative e di ulteriori dati quantitativi. Tale analisi esperta comprende un esame dei punti di forza e di debolezza della società, dei suoi legami con la controllante e con le altre società appartenenti allo stesso gruppo, una valutazione del management e un'analisi del contesto industriale ed economico in cui essa opera. Nell'ambito delle analisi condotte dagli ICAS il cambiamento climatico è già riconosciuto come un fattore di rischio; al fine di integrare i rischi a esso associati nel processo di valutazione, il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito una serie di standard minimi comuni che saranno applicati entro la fine del 2024.

Principi fondamentali per l'integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico nelle valutazioni degli ICAS

Gli standard minimi comuni stabiliscono che l'analisi dei rischi legati al cambiamento climatico debba soddisfare gli stessi elevati requisiti di qualità e affidabilità previsti per qualsiasi altro fattore di rischio e debba essere integrata nel regolare processo di valutazione. Tali standard prevedono specifici requisiti riguardo le fonti dei dati, le metodologie e i processi da utilizzare. Poiché le loro valutazioni sono utilizzate nel quadro di riferimento europeo ("European Credit Assessment Framework", ECAF) per l'analisi del merito di credito come fonte per valutare il rischio creditizio, gli ICAS adotteranno il concetto di materialità singola (single materiality), ossia prenderanno in considerazione solo i rischi pertinenti e rilevanti ai fini del merito di credito di un'impresa. Nella loro valutazione essi distingueranno tra rischi fisici e di transizione esaminando i diversi canali di trasmissione. L'analisi dovrebbe essere svolta a livello di singola impresa se sufficiente e laddove si disponga di dati affidabili. La definizione dei rischi legati al cambiamento climatico e la loro integrazione nel processo di valutazione volto a determinarne l'impatto finanziario sono in linea con le raccomandazioni della task force sulla comunicazione di informazioni di carattere finanziario (Task Force on Financial Disclosure) del Consiglio per la stabilità finanziaria³.

Le valutazioni dei rischi legati ai cambiamenti climatici effettuate dagli ICAS si concentreranno principalmente sulle imprese più esposte e su quelle che implicano un rischio più elevato per l'Eurosistema in ragione delle loro dimensioni; l'analisi condotta su di esse sarà quindi più approfondita.

L'adozione del principio di proporzionalità è coerente con la più ampia disponibilità di dati prevista dalla proposta di direttiva sul reporting societario di sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD)⁴. L'analisi dei rischi connessi ai

³ Task force on Financial Disclosure, *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, Basilea, giugno 2017.

⁴ Proposta di direttiva in materia di comunicazione societaria sulla sostenibilità, aprile 2021.

cambiamenti climatici che incidono sul merito di credito delle società non finanziarie sarà condotta in base al seguente ordine di priorità:

- grandi imprese operanti in settori altamente inquinanti;
- PMI operanti in settori altamente inquinanti per le quali sono disponibili dati a livello di impresa;
- altre società di grandi dimensioni;
- altre PMI per le quali sono disponibili dati a livello di impresa.

Per tutte le altre imprese, gli ICAS sono fortemente incoraggiati a effettuare una valutazione a livello settoriale/regionale.

Dati e metodologie per l'integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico

Per valutare i rischi legati al cambiamento climatico, gli ICAS dovranno impegnarsi a ottenere informazioni a livello di impresa. Nell'ambito delle valutazioni di loro competenza, per ciascun tipo di rischio connesso ai cambiamenti climatici, gli ICAS devono combinare dati sui fattori di rischio di una determinata impresa (ad esempio i prezzi delle emissioni di carbonio), sulla sua esposizione al rischio (ad esempio quello legato alle emissioni di gas serra) e sulla sua vulnerabilità al netto delle misure di mitigazione (come soluzioni tecnologiche per la riduzione delle emissioni). Disporre di dati affidabili e comparabili su tutti questi aspetti sarà una sfida sia per gli ICAS sia per altre fonti di valutazione creditizia, soprattutto nel breve termine. Gli obblighi di comunicazione contenuti nella proposta di direttiva CSRD rappresentano un grande passo avanti nel trattamento di questo tema con un approccio armonizzato. Gli ICAS utilizzeranno le informazioni fornite dalle imprese ai sensi della direttiva CSRD come fonte primaria di dati sui rischi derivanti dai cambiamenti climatici non appena esse saranno disponibili. Gli stessi ICAS sono, inoltre, fortemente incoraggiati a ottenere dati a livello di impresa da altre fonti (ad esempio dalle segnalazioni fornite ai sensi della direttiva sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario⁵ o nell'ambito del [sistema per lo scambio di quote di emissione dell'UE](#)) e a utilizzare dati su scala settoriale o regionale laddove non sia possibile disporre di informazioni a livello di impresa.

Gli ICAS riconoscono le difficoltà insite nell'esaminare le implicazioni di rischi climatici a più lungo termine entro l'orizzonte di previsione delle loro valutazioni, limitato a un anno. Essi intendono affrontare questa sfida metodologica procedendo per fasi. Nella fase 1 saranno individuati e valutati i rischi legati al cambiamento climatico di una determinata impresa al di là dell'orizzonte previsivo del rischio di credito. Nella fase 2 ci si concentrerà sulla valutazione della

⁵ [Direttiva 2014/95/UE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni (GU L 330 del 15.11.2014, pag. 1).

rilevanza di tali rischi, ossia della misura in cui essi incidono sul rischio di credito a breve termine dell'impresa esaminata.

Le metodologie utilizzate per questa valutazione si baseranno sulle tecniche più aggiornate. Gli ICAS prenderanno in considerazione metodologie e metriche basate su standard di reportistica e di settore armonizzati e adotteranno approcci prospettici. Nell'ambito delle comunicazioni previste dalla direttiva CSRD ci si attende che le aziende pubblichino, ove possibile, un'ampia serie di indicatori basati su metodologie standardizzate e comparabili⁶. Tali dati potranno essere utilizzati direttamente all'interno delle metriche o combinati con quelli provenienti da altre fonti. Poiché gli effetti attesi dei rischi legati ai cambiamenti climatici sono osservabili con una minore frequenza e ampiezza nei dati storici, le metodologie e le metriche applicate comprenderanno anche approcci prospettici che saranno basati su scenari armonizzati desunti da standard di settore come quelli della rete per la transizione verde nel sistema finanziario (Network for Greening the Financial System, NGFS)⁷, per favorire una valutazione coerente da parte dei diversi ICAS.

Le valutazioni dei rischi correlati al cambiamento climatico effettuate dagli ICAS saranno trasparenti e obiettive. I sistemi ICAS documenteranno le fonti e l'utilizzo dei dati, nonché i metodi e i processi impiegati per valutare i rischi correlati al cambiamento climatico. Per ciascun rating assegnato saranno documentati i risultati della valutazione dei rischi legati al cambiamento climatico e l'impatto sul rating stesso derivante dalla loro esplicita considerazione. Tali informazioni potranno essere utilizzate nell'ambito della revisione annuale dell'adeguatezza delle valutazioni del rischio di credito svolte dagli ICAS e a supporto dei controlli sulla validità delle valutazioni concernenti i rischi climatici. Data la mancanza di dati storici per il backtesting, quest'ultimo potrà essere limitato, nel breve periodo, a esercizi di benchmarking e a valutazioni qualitative.

Applicazione e ulteriore evoluzione

Gli standard minimi comuni per i sistemi ICAS rappresentano un importante passo avanti per una migliore integrazione dei rischi legati al cambiamento climatico nel quadro di riferimento dell'Eurosistema per la gestione delle garanzie. Essendo esplicitamente integrati nelle analisi, tali standard minimi favoriscono una valutazione coerente dei rischi climatici e l'attuazione delle relative decisioni di gestione dei rischi. Nella fase attuale gli ICAS stanno intensificando ulteriormente le attività volte a integrare i rischi legati al cambiamento climatico nelle loro valutazioni e tutti i sistemi si atterranno agli standard minimi comuni a partire dalla fine del 2024. La maggiore disponibilità di dati affidabili e comparabili e il miglioramento delle metodologie dovrebbero portare a un'ulteriore evoluzione delle migliori prassi. Gli ICAS sono impegnati a sviluppare, seguire e contribuire a questa evoluzione; essi considereranno anche la possibilità di integrare in questo processo altri aspetti correlati al cambiamento climatico quali i rischi ambientali e quelli per

⁶ Cfr. European Financial Reporting Advisory Group (Gruppo consultivo europeo sull'informativa finanziaria), *Climate standard prototype*, Bruxelles, settembre 2021.

⁷ Cfr. il [portale sugli scenari climatici](#) della rete NGFS.

la biodiversità. Mireranno, quindi, a svolgere un ruolo di guida, abbracciando una cultura della valutazione del merito di credito che rifletta in modo appropriato una delle principali sfide da affrontare: i rischi legati al cambiamento climatico.

Articolo

1 Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro

a cura di Mar Delgado-Téllez, Marien Ferdinandusse e Carolin Nerlich

1 Introduzione

L'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici è una questione urgente, che richiede sforzi di lunga durata e ampio respiro sul piano delle politiche, inclusa l'attuazione di misure di bilancio. Nell'ambito del Green Deal europeo gli Stati membri si sono impegnati a ridurre le emissioni di gas serra dell'UE del 55 per cento, rispetto ai livelli del 1990, entro il 2030 e a raggiungere la neutralità in termini di emissioni di carbonio entro il 2050, in linea con l'Accordo di Parigi¹. Il rispetto di tali impegni richiederà ulteriori sforzi sul piano delle politiche, duraturi e concentrati nelle fasi iniziali, in molti ambiti².

Molte di queste iniziative in materia di cambiamenti climatici hanno chiari riflessi di finanza pubblica. Possono essere direttamente collegate alla politica di bilancio, principalmente attraverso la spesa pubblica o l'imposizione fiscale, ed esercitare inoltre un'influenza indiretta sui risultati macroeconomici e di bilancio. Dal lato delle entrate, il sistema europeo di scambio delle quote di emissione (emissions trading system, ETS), le imposte nazionali sul contenuto di carbonio e altre imposte ambientali nazionali, come le accise sui combustibili fossili, rappresentano politiche climatiche chiave nei paesi dell'area dell'euro che, direttamente o indirettamente, applicano un prezzo alle emissioni di carbonio. La teoria economica suggerisce che l'applicazione di prezzi alle emissioni di carbonio dovrebbe costituire un elemento fondamentale di qualsiasi politica efficace in tema di cambiamenti climatici. Dal lato della spesa, gli investimenti pubblici verdi, le sovvenzioni e i trasferimenti al settore privato incentrati sul clima, così come la revoca dei sussidi dannosi per l'ambiente, sono tra le misure volte a contribuire alla transizione ecologica attraverso l'incentivazione dell'uso di energia pulita, la promozione dell'innovazione nel rispetto dell'ambiente e il miglioramento dell'efficienza energetica. Inoltre, esiste un'interazione tra queste diverse politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici e le politiche di altra natura, come le normative finalizzate ad accrescere l'efficienza energetica.

Il presente articolo fornisce una panoramica delle misure di bilancio vigenti, necessarie e attese in ambito climatico, volte ad accelerare la transizione

¹ Cfr. Commissione europea, [Il Green Deal europeo](#), comunicazione e allegato, dicembre 2019.

² Nell'ambito del pacchetto Pronti per il 55%, la Commissione europea ha presentato un insieme di proposte per adeguare le relative politiche dell'UE alla riduzione delle emissioni nette di gas serra di almeno il 55 per cento entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990. Cfr. Commissione europea, ["Pronti per il 55%": realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica](#), luglio 2021.

ecologica nell'area dell'euro. L'articolo esamina le misure di bilancio collegate al clima attualmente in vigore, che rappresentano percentuali relativamente esigue delle entrate e delle spese pubbliche. L'attenzione si concentra su due poderosi strumenti di bilancio, ossia la tassazione sulle emissioni di carbonio e gli investimenti pubblici verdi. Infine, l'articolo illustra le misure di compensazione volte a garantire una transizione ecologica più equa³.

2 Misure di bilancio vigenti per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici

Attualmente, le imposte ambientali rappresentano solo una quota modesta delle entrate pubbliche complessive. Sebbene nella maggior parte dei paesi le imposte sui prodotti energetici siano superiori al minimo imposto dalla direttiva dell'UE sulla tassazione dell'energia⁴, tale direttiva non viene rivista dal 2003. Nel 2019 le imposte sull'energia nell'area dell'euro costituivano il 4,8 per cento delle entrate pubbliche totali (cfr. il pannello a) del grafico 1). Le tasse sui trasporti sono in genere dirette ai veicoli più inquinanti attraverso, ad esempio, più elevate imposte di registrazione o di circolazione⁵ e nel 2019 rappresentavano in media circa l'1,2 per cento delle entrate nell'area dell'euro. Inoltre, la maggior parte delle imposte sull'energia e sui trasporti non è commisurata alle emissioni di gas serra generate.

I sistemi di scambio delle quote di emissione e le imposte sul contenuto di carbonio sono esplicitamente rivolte alle emissioni di carbonio, sebbene la limitata copertura settoriale e i prezzi dei permessi inizialmente ridotti si siano tradotti in entrate pubbliche esigue. Il sistema ETS dell'UE è stato avviato nel 2005 e nel 2021 interessava 1,73 miliardi di tonnellate di gas serra CO₂ equivalente prodotti in 31 giurisdizioni, pari al 3,2 per cento del totale mondiale⁶. A causa dei bassi prezzi d'asta dei permessi di emissione e dell'assegnazione gratuita di questi ultimi nelle prime fasi di attuazione del sistema, inizialmente le entrate non sono state significative (cfr. il pannello a) del grafico 1); il brusco aumento dei prezzi d'asta registrato nel 2021 e all'inizio del 2022 ne ha determinato un incremento. Permane tuttavia il limite rappresentato dal fatto che il sistema ETS dell'UE non si estende a diversi settori economici a elevata intensità di carbonio e che un'ampia quota di permessi di emissione è stata concessa gratuitamente anziché mediante asta, al fine di contenere il rischio di rilocalizzazione delle emissioni di carbonio⁷. Oltre al sistema ETS dell'UE, alcuni paesi hanno imposte statali sulle emissioni di carbonio:

³ Le misure di adattamento all'impatto dei cambiamenti climatici, anch'esse strettamente correlate con le politiche di bilancio, esulano dall'ambito del presente articolo.

⁴ Direttiva 2003/96/CE del Consiglio, del 27 ottobre 2003, che ristruttura il quadro comunitario per la tassazione dei prodotti energetici e dell'elettricità (GU L 283 del 31.10.2003, pag. 51).

⁵ Cfr. El Beyrouty, K., Gatto, M., Essen, H. et al., *Transport taxes and charges in Europe: an overview study of economic internalisation measures applied in Europe*, Commissione europea, Direzione generale della Mobilità e dei trasporti, 2019.

⁶ Cfr. il riquadro 5 *Prezzi delle quote di emissione dell'UE nell'ambito del piano d'azione della BCE per i cambiamenti climatici* nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Le giurisdizioni partecipanti al sistema ETS sono i paesi dell'UE, l'Islanda, il Liechtenstein, la Norvegia e il Regno Unito.

⁷ La riallocazione delle emissioni di carbonio si riferisce al trasferimento delle attività produttive in giurisdizioni con restrizioni meno rigorose in materia, al fine di evitare costi. Tale fenomeno riduce l'impatto delle politiche climatiche sulle emissioni mondiali.

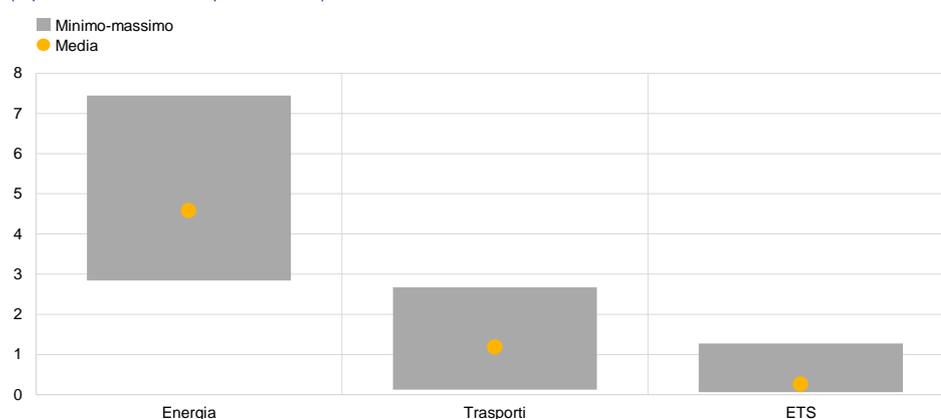
in Finlandia, ad esempio, l'imposta sulle emissioni di carbonio esiste dal 1990. Tuttavia, molte di queste imposte nazionali tendono a essere relativamente insignificanti in termini di emissioni interessate e del valore dell'aliquota (cfr. il pannello b) del grafico 1). Nel 2021 la Germania ha introdotto un sistema ETS nazionale per i settori dei trasporti e dell'edilizia, non ricompresi nel sistema ETS dell'UE.

Grafico 1

Impatto delle politiche climatiche in termini di entrate di bilancio delle amministrazioni pubbliche

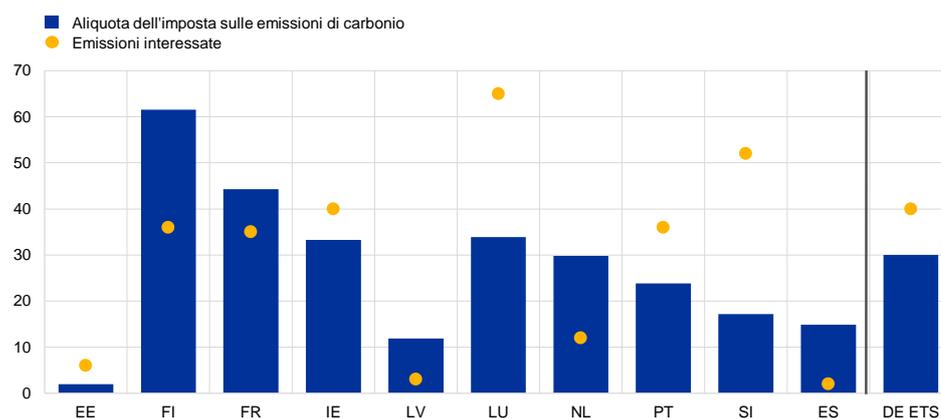
a) Imposte ambientali ed entrate provenienti dal sistema dell'UE deputato allo scambio delle quote di emissione nell'area dell'euro

(in percentuale delle entrate pubbliche totali)



b) Entrate provenienti dalle imposte nazionali sulle emissioni di carbonio e dai sistemi di scambio delle quote per paese

(aliquota dell'imposta sulle emissioni di carbonio in euro per tonnellata di gas serra CO₂ equivalente; emissioni interessate in percentuale delle emissioni totali)



Fonti: Eurostat, Banca mondiale ed elaborazioni degli autori.

Note: il pannello a) mostra le imposte ambientali nel 2019, prima della crisi legata al coronavirus (COVID-19). La voce "Minimo-massimo" indica i paesi dell'area dell'euro con la quota più bassa e più elevata di entrate derivanti dalle imposte ambientali o dal sistema di scambio delle emissioni (ETS) sul totale delle entrate. La voce "Media" rappresenta la quota media dell'area dell'euro. Il pannello b) mostra i paesi dell'area dell'euro aventi un'imposta statale sulle emissioni di carbonio o un sistema nazionale per lo scambio delle quote di emissione. In Germania il sistema ETS nazionale è stato introdotto a gennaio 2021. In alcuni paesi determinati settori sono soggetti sia alle imposte nazionali sulle emissioni di carbonio sia al sistema ETS dell'UE (quest'ultimo non è incluso nel grafico).

Gli investimenti delle amministrazioni pubbliche in energia pulita, efficienza energetica degli edifici e trasporti pubblici sono limitati. Solo un quarto del totale degli investimenti pubblici si può considerare legato al clima (investimenti in

trasporti, energia e ambiente), pari a circa l'1 per cento del PIL dell'area dell'euro. Gli investimenti in trasporti e la tutela dell'ambiente rappresentano le due principali aree di investimento pubblico (cfr. il pannello a) del grafico 2).

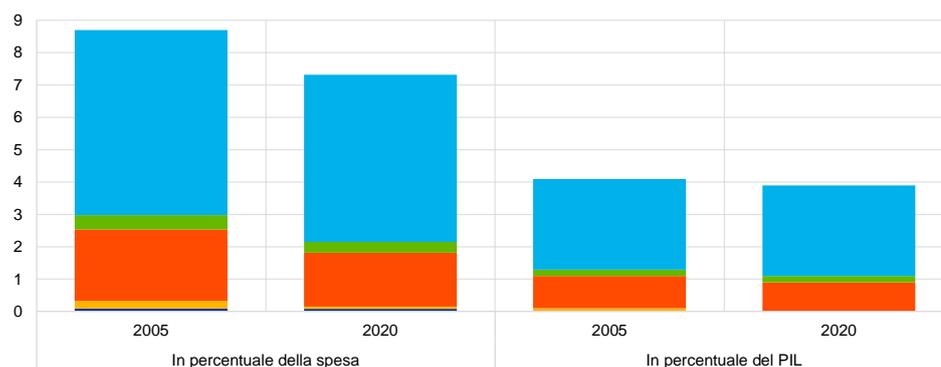
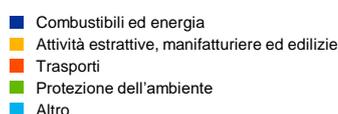
Sebbene in calo, le sovvenzioni ai combustibili fossili continuano a svolgere un ruolo. Tali sovvenzioni possono assumere la forma di crediti d'imposta a favore delle imprese produttrici di combustibili fossili o di sussidi volti a ridurre il loro costo per il consumatore. L'FMI distingue tra sovvenzioni esplicite e implicite (cfr. il pannello b) del grafico 2). Nel caso delle sovvenzioni esplicite vi è una differenza negativa tra il costo di offerta dei combustibili e il prezzo al dettaglio e tali tariffe più basse sono determinate dal sostegno pubblico diretto ai produttori. Le sovvenzioni implicite sono più ampie, giacché in esse rientrano le esternalità connesse all'utilizzo di combustibili fossili, quali i cambiamenti climatici, l'inquinamento urbano e la congestione del traffico. Vi sono più sovvenzioni implicite che esplicite in tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione dell'Estonia, che presenta il livello più elevato nell'area sia di sovvenzioni esplicite sia di entrate fiscali da imposte sull'energia. Diversi paesi continuano a sostenere in modo esplicito l'utilizzo di combustibili fossili mediante le politiche di bilancio, sebbene per un ammontare inferiore al 2 per cento della spesa totale.

Grafico 2

Politiche climatiche in termini di spesa

a) Investimenti pubblici totali nell'area dell'euro

(in percentuale della spesa totale e del PIL)



b) Sovvenzioni per l'utilizzo di combustibili fossili

(in percentuale della spesa totale nel 2019)



Fonti: pannello a): Eurostat – dati ricavati dalla classificazione delle funzioni delle amministrazioni pubbliche (Classification of the functions of government, COFOG); pannello b): Parry, I., Black, S., Vernon, N., "Still Not Getting Energy Prices Right: A Global and Country Update of Fossil Fuel Subsidies", Fondo monetario internazionale, settembre 2021, ed elaborazioni degli autori.

Nota: gli investimenti cui ci si riferisce nel pannello a) includono gli investimenti fissi complessivi e le sovvenzioni per investimenti.

Riquadro 1

Risposte sul piano delle politiche per fronteggiare gli elevati prezzi dell'energia e assicurare la sicurezza energetica

a cura di Steffen Osterloh, Christoph Zwick e Miles Parker

La guerra mossa dalla Russia all'Ucraina ha indotto i governi ad adottare misure di bilancio per far fronte ai rincari dell'energia e ha accelerato l'attività normativa connessa alla transizione ecologica a livello europeo. Gli Stati membri hanno attuato misure fiscali temporanee finalizzate prevalentemente a sostenere le famiglie⁸. A maggio 2022 è stato presentato il piano REPowerEU,

⁸ Cfr. il riquadro 7 *La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

che sosterrà gli obiettivi dell'UE in materia di cambiamenti climatici, per salvaguardare la sicurezza energetica europea⁹.

Le attuali misure di bilancio nazionali sono rivolte alle famiglie più vulnerabili, oppure sono generalizzate, e sono state adottate sia dal lato delle entrate sia da quello della spesa. Dal lato delle entrate, esse sono per lo più legate alle riduzioni dell'imposta sul valore aggiunto e delle accise sull'energia, nonché alla riduzione di altre imposte o commissioni sui consumi energetici. Poiché è difficile indirizzare gli sgravi fiscali alle famiglie vulnerabili, la maggior parte di tali misure è generalizzata. Dal lato della spesa, alcune misure sono legate al consumo di energia sotto forma di sconti per combustibili o massimali di prezzo dell'energia finanziati dallo Stato, oppure buoni per carburante o energia elettrica che riducono il prezzo per i consumatori. Se da un lato gli sconti sui combustibili sono erogati a tutti i consumatori, dall'altro la spesa sotto forma di sgravi o buoni può essere indirizzata a determinate famiglie. Per evitare di incentivare l'accresciuto consumo di combustibili fossili, può essere offerto anche un sostegno diretto dal lato della spesa sotto forma di pagamenti forfettari non legati al consumo di energia individuale. Tale sostegno al reddito può essere indirizzato a diversi gruppi e adeguato alle esigenze di mobilità dei singoli individui. Infine, lo Stato può offrire sovvenzioni per sostituire le attività in cui si verifica un consumo di energia, ad esempio per l'uso dei trasporti pubblici.

Le misure energetiche dovrebbero rimanere temporanee e incentivare il risparmio energetico, rispondendo nel contempo in modo efficiente alle sfide che caratterizzano il breve periodo e tutelando le famiglie più vulnerabili. Sia gli sgravi fiscali orizzontali sia i trasferimenti non mirati sono meno efficienti in termini di costi rispetto alle misure di spesa che concentrano i benefici sugli individui più vulnerabili. Ciò è dovuto al fatto che le misure di spesa mirate riducono le perdite lorde dovute a sovvenzioni ai consumatori che non hanno bisogno di aiuto. Un orientamento a favore dell'efficienza dovrebbe tenere conto di criteri sociali ed esigenze energetiche, come nel caso dei sussidi ai consumi energetici individuali. Infine, le misure dovrebbero incentivare il risparmio energetico ed essere temporanee, in linea con gli obiettivi in materia di decarbonizzazione. Gli sgravi fiscali (o le esenzioni dal pagamento delle accise sui combustibili fossili) e la spesa a sostegno dell'uso di combustibili fossili e di prodotti ad alta intensità di carbonio sono problematici, anche perché non incentivano un uso efficiente dell'energia e investimenti in risparmio energetico. Sarebbe preferibile che le sovvenzioni assumessero la forma di sostegno forfettario al reddito o fossero collegati a comportamenti individuali di risparmio energetico, come ad esempio i sussidi ai pendolari. Le sovvenzioni ai trasporti pubblici o agli investimenti verdi possono avere un impatto particolarmente positivo sulla sostituzione energetica, ma sono difficili da indirizzare alle famiglie vulnerabili.

REPowerEU comprende importanti iniziative per accelerare la transizione ecologica. Esso prevede di promuovere l'introduzione di energie rinnovabili, con l'obiettivo di aumentare la quota delle rinnovabili dal 40 per cento del pacchetto "Pronti per il 55%" al 45 per cento entro il 2030. Le azioni volte a raggiungere tale obiettivo più elevato comprendono la semplificazione delle procedure di autorizzazione per i progetti di energia rinnovabile e l'anticipazione degli investimenti per l'installazione di pannelli solari sugli edifici. Inoltre, la Commissione europea propone di innalzare l'obiettivo di efficienza energetica del 2030 dal 9 per cento del pacchetto "Pronti per il 55%" al 13 per cento e ha proposto misure concrete per raggiungere tale obiettivo, come una più rapida introduzione di sistemi di riscaldamento ad alta efficienza.

⁹ Cfr. [il piano REPowerEU](#), Comunicazione e allegati, Commissione europea, maggio 2022.

Tale impulso verso l'indipendenza energetica probabilmente modificherà la tempistica della riduzione delle emissioni di carbonio. È probabile che l'affrancamento dai combustibili fossili russi determinerà l'utilizzo per un periodo più lungo rispetto a quanto previsto in precedenza di una parte degli impianti alimentati a carbone esistenti nell'area dell'euro. Ciò, unitamente alla prevista vendita di quote di emissione aggiuntive derivanti dalla riserva stabilizzatrice del mercato (per un totale di 20 miliardi di euro, distribuite in modo omogeneo su quattro anni) probabilmente comporterà che REPowerEU non favorirà il raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni nel breve periodo. Tuttavia, se le misure proposte per promuovere l'efficienza energetica e l'energia rinnovabile fossero pienamente attuate e diventassero sempre più efficaci, le emissioni potrebbero diminuire più rapidamente verso la fine del decennio.

Il miglioramento delle procedure di autorizzazione per le energie rinnovabili potrebbe dare un impulso importante alla quota di energia pulita sul totale della fornitura energetica. Al momento, processi di concessione delle autorizzazioni lenti e complessi sono un ostacolo fondamentale all'introduzione delle energie rinnovabili. La proposta accelerazione delle procedure di autorizzazione nell'ambito di REPowerEU sarà essenziale per velocizzare la transizione energetica. Ciò include l'introduzione di "aree di riferimento" designate, in cui i termini per la concessione delle autorizzazioni sarebbero limitati a un massimo di un anno, anziché agli attuali nove anni per i progetti di energia eolica. Ciò è ancora più importante se si considera che nell'ultimo decennio i costi delle tecnologie per l'energia rinnovabile sono diminuiti di circa l'85 per cento per i pannelli solari e di oltre il 50 per cento per l'energia eolica, rendendo tali tecnologie un'alternativa competitiva ai combustibili fossili.

3 Riduzione dei ritardi sul piano delle politiche e conseguenze per i conti pubblici

Per conseguire gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, i paesi dell'area dell'euro devono imprimere una significativa accelerazione agli sforzi tesi a ridurre le emissioni di gas serra. In media, gli obiettivi dell'UE per il 2020 relativi alla riduzione delle emissioni, alle fonti rinnovabili e al consumo di energia sono stati raggiunti, grazie all'importante ruolo svolto dall'impatto economico della pandemia di coronavirus (COVID-19). Tuttavia, saranno necessari considerevoli sforzi aggiuntivi per conseguire i più ambiziosi obiettivi fissati per il 2030, che rappresentano le prossime tappe del Green Deal europeo¹⁰. La tassazione delle emissioni di carbonio e gli investimenti verdi dovranno svolgere un ruolo chiave nel ridurre i ritardi accumulati sul piano delle politiche e accelerare la transizione ecologica.

Il ruolo della tassazione sulle emissioni di carbonio

La tassazione sulle emissioni di carbonio può essere uno strumento molto efficace ed efficiente per mitigare i cambiamenti climatici. Imposte sul contenuto di carbonio ben calibrate e sufficientemente elevate dovrebbero sostenere una

¹⁰ Cfr. *Trends and projections in Europe 2021*, Agenzia europea dell'ambiente, ottobre 2021.

politica efficace in materia di cambiamenti climatici. Esse forniscono un incentivo costante a ridurre le emissioni, anche attraverso l'innovazione nell'ambito delle tecnologie verdi, generando al tempo stesso entrate che possono essere reinvestite e impiegate per trasferimenti sociali. Con la tassazione delle emissioni di carbonio, a differenza di quanto avviene con la regolamentazione, le imprese possono scegliere il livello e il tipo di sforzo aggiuntivo da compiere per ridurre le emissioni; ciò assicura che queste ultime siano limitate nella maniera più efficiente e che l'innovazione sia incentivata. Tali vantaggi sono tanto maggiori quanto più diffusa e uniforme è la tassazione delle emissioni di carbonio all'interno dell'economia, in quanto un maggior numero di operatori economici determinerà le proprie emissioni sulla base dei prezzi stabiliti.

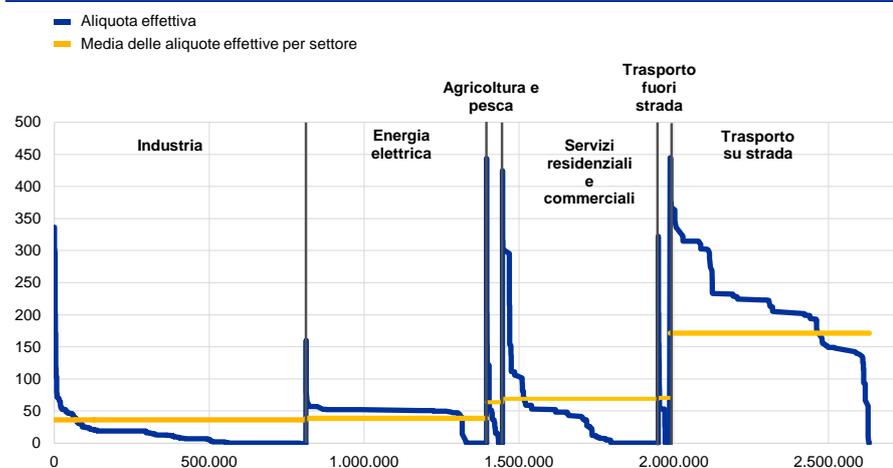
Nell'area dell'euro le aliquote effettive dell'imposta sulle emissioni di carbonio, che forniscono un utile indicatore del divario di prezzo di queste ultime, sono significativamente eterogenee. Le aliquote effettive dell'imposta sulle emissioni di carbonio si basano su un concetto dell'OCSE che riflette il prezzo delle emissioni ricavato da tre diverse fonti: i prezzi dei permessi di emissione negoziabili, le imposte sulle emissioni di carbonio e le accise sui carburanti. Sono calcolate per sei settori, che rappresentano quasi l'intera economia¹¹. In conseguenza dell'elevata eterogeneità delle aliquote di imposta nazionali e della parziale copertura del sistema ETS dell'UE (cfr. la sezione 2), le aliquote effettive dell'imposta sulle emissioni di carbonio variano notevolmente tra i settori economici e all'interno di ciascuno di essi, così come tra i diversi paesi (cfr. il grafico 3) e all'interno di ognuno. Sebbene in alcuni settori la più elevata aliquota effettiva dell'imposta sulle emissioni di carbonio superi i 300 euro per tonnellata di CO₂, a un'ampia quota di emissioni è imposto un prezzo molto basso o non è applicata alcuna tassazione. L'aliquota media effettiva dell'imposta sulle emissioni di carbonio relativa all'area dell'euro, pari a 77 euro per tonnellata di CO₂, è superiore a quella di molti altri paesi, ma, secondo recenti stime, è ben al di sotto dell'aliquota di 120 euro per tonnellata di CO₂ che sarebbe necessaria nel 2030 per conseguire la decarbonizzazione entro il 2050¹².

¹¹ Tali settori comprendono industria; energia elettrica; agricoltura e pesca; servizi residenziali e commerciali; trasporto fuori strada e trasporto su strada.

¹² Cfr. OCSE, *Taxing Energy Use 2022*, di prossima pubblicazione. In studi precedenti, l'OCSE ha considerato 30 euro per tonnellata di CO₂ come aliquota minima storica di riferimento e 60 euro per tonnellata di CO₂ come stima minima dei costi delle emissioni di carbonio nel 2030. Per le economie avanzate l'FMI ha auspicato un prezzo minimo delle emissioni di carbonio pari a 75 dollari per tonnellata di CO₂. Cfr. *IMF Fiscal Monitor*, FMI, aprile 2022.

Grafico 3

Aliquote effettive dell'imposta sulle emissioni di carbonio nell'area dell'euro nel 2021



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli autori.

Note: le aliquote effettive dell'imposta sulle emissioni di carbonio riflettono il prezzo delle emissioni di carbonio ricavato da tre fonti diverse, ossia dai prezzi dei permessi di emissione negoziabili, dalle imposte sulle emissioni di carbonio e dalle accise sui carburanti, e sono calcolate sulla base del contenuto energetico delle diverse fonti di carburante. Sono calcolate sulla base delle aliquote di imposta vigenti il 1° aprile 2021 e del prezzo ponderato d'asta nell'ambito del sistema ETS dell'UE per il 2021 per sei settori: trasporto su strada; trasporto fuori strada (esclusi il trasporto aereo e quello marittimo internazionale); industria; agricoltura e pesca; servizi residenziali e commerciali; produzione di energia elettrica. L'asse delle ascisse rappresenta le emissioni totali cumulate (sulla base di dati a partire dal 2018, con una correzione per il sistema tedesco deputato allo scambio delle quote di emissione introdotto nel 2021), suddivise tra i sei settori per i quali è calcolata l'aliquota effettiva dell'imposta sulle emissioni.

L'effettivo raggiungimento di una quota di emissioni nette pari a zero entro il 2050 richiede un livello più elevato e un ambito di applicazione più ampio della tassazione sulle emissioni di carbonio. A sostegno di tali obiettivi la Commissione europea ha formulato una serie di proposte, soprattutto nel pacchetto "Pronti per il 55%". Fra queste figurano l'ampliamento dell'ambito di applicazione del sistema ETS, la creazione di un sistema ETS separato per i settori dell'edilizia e dei trasporti, la riduzione del numero di quote di emissione e la graduale eliminazione del numero di permessi assegnati gratuitamente. Il pacchetto comprende anche una proposta di revisione della direttiva sulla tassazione dell'energia intesa a promuovere le tecnologie pulite e a introdurre livelli di tassazione più elevati per i combustibili fossili. Se adottate, tali proposte verosimilmente accresceranno le aliquote effettive sulle emissioni di carbonio e il loro ambito di applicazione. Si stima che, in media, un aumento delle aliquote effettive di dieci euro per tonnellata di CO₂ riduca le emissioni del 7,3 per cento nel lungo periodo¹³. Tuttavia, tale efficacia dipende anche dalla disponibilità di tecnologie verdi e dalla tempistica degli incrementi delle imposte. Gli effetti a breve termine su prodotto e inflazione di una più elevata aliquote effettiva sulle emissioni di carbonio dipendono dalla velocità dell'aumento, dai settori interessati e dal modo in cui sarà utilizzato il gettito aggiuntivo (cfr. il riquadro 2).

¹³ Cfr. D'Arcangelo, F., Pisu, M., Raj, A. e Van Dender, K., "Estimating the CO₂ emission and revenue effects of carbon pricing: new evidence from a large cross-country dataset", *OECD Economics Department Working Paper Series*, di prossima pubblicazione.

Riquadro 2

Un'analisi basata su modelli dell'impatto a breve termine di un aumento dell'imposizione effettiva delle emissioni di carbonio sul prodotto e sull'inflazione nell'area dell'euro

a cura di Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik, Georg Müller e Carolin Nerlich

Nel presente riquadro viene proposta un'analisi basata su modelli dell'impatto a breve termine di un incremento del prezzo effettivo del carbonio (effective carbon rate, ECR) sul prodotto e sull'inflazione dell'area dell'euro in due scenari differenti¹⁴. Nello scenario che prevede una determinazione graduale del prezzo del carbonio si ipotizza un aumento costante e lineare degli ECR medi effettivi che raggiungerebbero i 120 euro per tonnellata di CO₂ entro il 2030 in tutti i settori ad eccezione del trasporto su strada, per il quale si suppone un aumento che toccherebbe i 200 euro a tonnellata¹⁵. Nello scenario che prevede la fissazione immediata del prezzo del carbonio viene ipotizzato un aumento più brusco degli ECR effettivi, di pari entità in tutti i settori (circa 18 euro per tonnellata di CO₂ l'anno), che consentirebbe di raggiungere livelli coerenti con l'obiettivo di emissioni nette zero entro il 2024.

Le implicazioni macroeconomiche dell'aumento dei prezzi effettivi del carbonio vengono esaminate alla luce di due canali di trasmissione: la tassazione dei consumi delle famiglie e degli input energetici delle imprese. La valutazione viene svolta utilizzando il nuovo modello a più paesi (New Multi-Country Model, NMCM) della BCE, certamente idoneo ad analizzare gli andamenti di breve periodo lungo l'orizzonte di proiezione a tre anni previsto dallo scenario di base¹⁶. Sebbene il modello NMCM non preveda un ruolo esplicito degli input energetici nella produzione né della tassazione di tali input, esso consente comunque di mappare lo strumento dell'aliquota effettiva in base a due canali differenti. In primo luogo, la tassazione sui consumi è modellizzata come uno shock all'imposta sul valore aggiunto convenzionale che influisce direttamente sui prezzi al consumo delle famiglie. Il secondo canale, che rappresenta il prezzo del carbonio per le imprese, è modellizzato come uno shock alle importazioni di energia¹⁷, che si trasmette indirettamente ai prezzi al consumo finali. La mappatura dei due canali è basata sui sei settori per i quali si calcolano i prezzi effettivi del carbonio¹⁸.

I risultati indicano che un graduale aumento dei tassi effettivi del carbonio avrebbe ricadute macroeconomiche limitate ma non trascurabili, mentre l'aumento più brusco e immediato previsto nel secondo scenario comporterebbe effetti considerevolmente più marcati. Poiché le famiglie già

¹⁴ Il presente esercizio misura le pressioni inflazionistiche, per cui non tiene conto delle risposte endogene di politica monetaria da parte della banca centrale.

¹⁵ Cfr. la sezione 3.1 e la nota 12 a piè di pagina. Per il settore del trasporto su strada si sta valutando l'adozione di una soglia fiscale inferiore più elevata, in quanto il prezzo effettivo del carbonio è già superiore ai 120 euro per tonnellata di CO₂ e alcune delle proposte di politica economica dell'UE implicano ulteriori aumenti.

¹⁶ Cfr. Dieppe, A., Gonzalez Pandiella, A., Hall, S. e Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model", *Economic Modelling*, vol. 33, sezione C, 2013.

¹⁷ In questo senso il prezzo del carbonio può essere concepito come un'imposta sul valore delle risorse fossili, supponendo che l'area dell'euro sia totalmente dipendente dalle importazioni di tali risorse. Nel modello, le risorse fossili innescano da sole un effetto di prezzo in virtù del quale prezzi all'importazione più elevati comportano una perdita di potere d'acquisto per le famiglie e quindi un calo dei consumi di beni.

¹⁸ I settori dell'industria, dell'agricoltura, della pesca e del trasporto fuori strada sono considerati rilevanti ai fini dell'imposizione fiscale sulle imprese, mentre il trasporto su strada è associato ai consumi delle famiglie. L'aumento delle imposte sui servizi residenziali e commerciali e sulla produzione di elettricità è ripartito tra famiglie e imprese in base ai rispettivi consumi di energia in questi settori, con le famiglie che rappresentano il 75 per cento delle emissioni derivanti dai servizi residenziali e commerciali e il 25 per cento delle emissioni riconducibili alla produzione di energia elettrica.

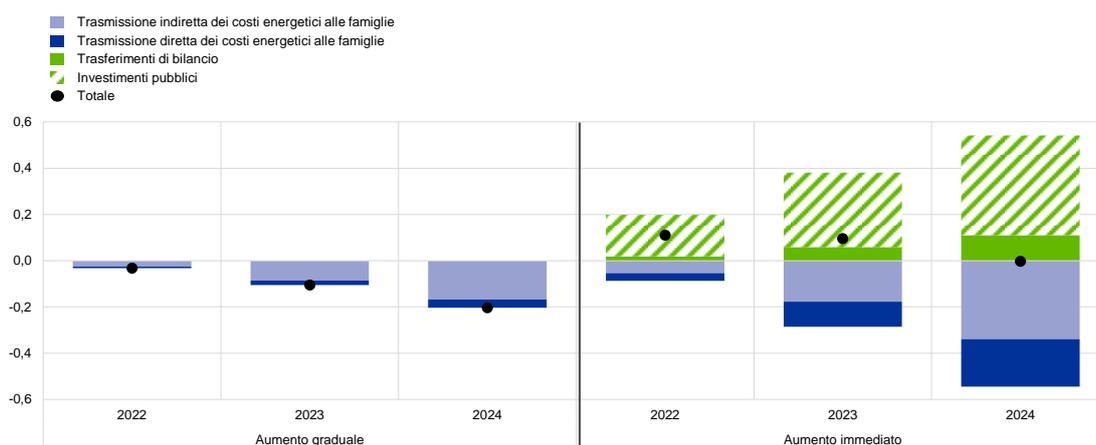
pagano imposte implicite relativamente elevate sulle emissioni di carbonio (soprattutto nel settore del trasporto su strada), lo scenario che prevede un graduale aumento del prezzo del carbonio si tradurrebbe per lo più in costi aggiuntivi per le imprese legati ai prezzi degli input. Le simulazioni suggeriscono che tali incrementi vengono trasmessi dai prezzi e costi di produzione ai prezzi al consumo finale, con un conseguente aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC pari a circa 0,15 punti percentuali l'anno (cfr. il pannello b) del grafico A). I maggiori costi dell'energia vengono trasmessi anche allo IAPC al netto dell'inflazione dei beni energetici. Il secondo scenario mostra tuttavia incrementi più consistenti dell'inflazione armonizzata, superiori a 0,4 punti percentuali nel biennio 2022-2023 e a 0,3 punti percentuali nel 2024¹⁹. Ciò è in parte dovuto al fatto che, rispetto al primo scenario, il canale degli input svolge un ruolo più incisivo, ma anche l'aumento delle imposte sui consumi versate dalle famiglie è più marcato. Il più consistente impatto nominale nel secondo scenario, che determina perdite di reddito in termini reali e quindi un calo dei consumi, si traduce in una forte riduzione del PIL, pari allo 0,5 per cento entro il 2024 in assenza di misure di bilancio (cfr. il pannello a) del grafico A).

Grafico A

Impatto di un aumento dei prezzi effettivi del carbonio sull'economia dell'area dell'euro

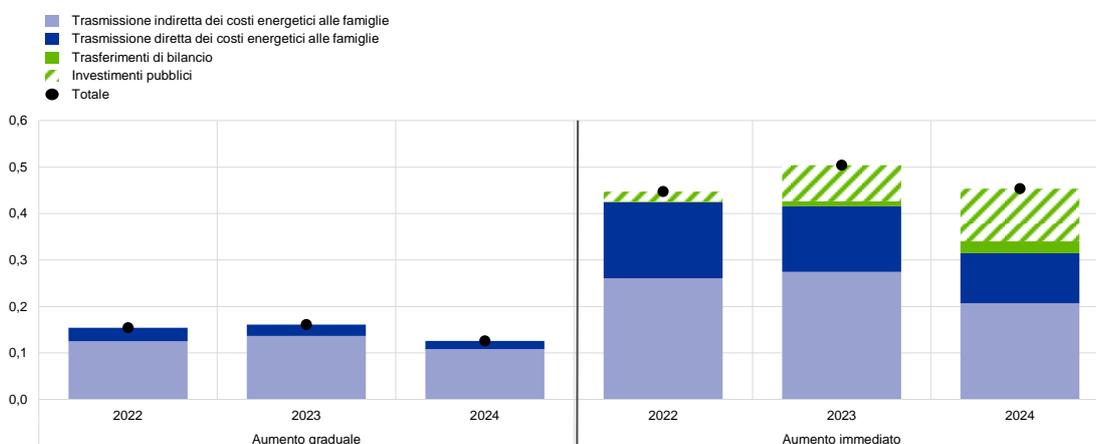
a) Livello del PIL

(deviazioni in punti percentuali dai livelli dello scenario di base)



b) Inflazione misurata sullo IAPC

(deviazione in punti percentuali dai livelli di crescita dello scenario di base)



¹⁹ Questi dati non integrano l'impatto di misure quali i trasferimenti di bilancio o gli investimenti pubblici.

Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: le simulazioni sono basate sul nuovo modello a più paesi (New Multi-Country Model, NMCM) della BCE. Nello scenario di un aumento immediato dei prezzi del carbonio, l'importo dei trasferimenti alle famiglie è pari al gettito ricavato dalle imposte pagate dai consumatori, mentre l'ammontare degli investimenti pubblici corrisponde alle entrate derivanti dalle imposte sulle emissioni di carbonio versate dalle imprese. Le simulazioni sono svolte postulando un contesto di politica monetaria esogena, senza stabilizzatori automatici di bilancio né ulteriori effetti di propagazione degli scambi commerciali.

Il reimpiego delle entrate aggiuntive potrebbe attenuare le ripercussioni sul prodotto, ma accrescerebbe l'impatto inflazionistico dell'aumento dei prezzi effettivi del carbonio. Anziché ridurre il debito pubblico, come simulato nel primo scenario, i governi potrebbero utilizzare il gettito fiscale aggiuntivo derivante dalle imposte sulle emissioni di carbonio per diminuire altre imposte o aumentare altre voci di spesa. Nel secondo scenario il reimpiego delle entrate fiscali viene simulato sotto forma di restituzione di risorse al settore delle famiglie e di investimenti pubblici. Ciò contrasterebbe l'impatto negativo sul prodotto, ma amplificherebbe gli effetti inflazionistici attraverso un incremento della domanda (cfr. il pannello a) del grafico A). Se il gettito fiscale ottenuto grazie a un aumento dei prezzi effettivi del carbonio fosse utilizzato per ridurre altre imposte indirette su beni e servizi, si attenuerebbe la pressione al rialzo sull'inflazione e quella al ribasso sul prodotto.

Questi risultati possono essere considerati il limite superiore all'impatto a breve termine di un aumento dei prezzi effettivi del carbonio sul prodotto e sull'inflazione. L'esercizio si basa su diverse ipotesi. Innanzitutto, esso semplifica notevolmente la complessità del meccanismo di trasmissione del costo effettivo dell'energia lungo la catena produttiva e alle famiglie, con effetti fortemente eterogenei tra paesi e settori²⁰. Inoltre, si suppone che le misure siano introdotte nel periodo relativamente breve qui analizzato. Al momento, tuttavia, vi è incertezza circa i tempi di attuazione delle proposte di politica economica dell'UE volte a raggiungere l'obiettivo di emissioni nette zero entro il 2050 e circa la severità dell'imposizione sulle emissioni di carbonio. In particolare, lo scenario che prevede un aumento brusco e immediato dei prezzi del carbonio risulta più ambizioso rispetto alle attuali proposte. In terzo luogo, mentre gli scenari simulati ipotizzano un calo delle emissioni in linea con gli obiettivi dell'UE, la potenziale reazione degli operatori economici all'aumento dei prezzi del carbonio non viene modellizzata in maniera esplicita. Infine, l'analisi non considera i possibili effetti delle politiche mondiali per il clima sui prezzi delle materie prime energetiche.

Il ruolo degli investimenti pubblici

Per sostenere la transizione a un'economia a basse emissioni di carbonio saranno necessari ulteriori investimenti verdi di considerevole entità.

Secondo le stime della Commissione europea il fabbisogno di investimenti verdi pubblici e privati aggiuntivi all'interno dell'UE ammonterebbe a circa 520 miliardi di euro l'anno (intorno al 3,7 per cento del PIL del 2019) nel periodo 2021-2030²¹. Ciò includerebbe ulteriori investimenti annui in sistemi energetici per un ammontare di 390 miliardi di euro circa, corrispondente a un aumento del 57 per cento rispetto

²⁰ Le differenze tra paesi in termini di trasmissione dipendono dalle diverse quote di fonti di energia primaria, dall'importanza dei diversi settori industriali nelle varie regioni e dal quadro giuridico e contrattuale che disciplina la determinazione dei prezzi nel mercato dell'energia elettrica.

²¹ Cfr. [L'economia dell'UE dopo la COVID-19: implicazioni per la governance economica](#), Commissione europea, ottobre 2021 e la [valutazione dell'impatto per la revisione della direttiva sull'energia nucleare](#) da parte della Commissione europea effettuata a luglio 2021.

alla spesa per investimenti annua media tra il 2011 e il 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 4)²². Tali stime si basano sull'ipotesi di imposte più elevate sulle emissioni di carbonio e di un moderato incremento delle politiche a favore dell'efficienza energetica, delle energie rinnovabili e dei mezzi di trasporto ecologici tale da conseguire l'obiettivo di riduzione delle emissioni di CO₂ del 55 per cento entro il 2030. Il fabbisogno di investimenti complessivo include anche 130 miliardi di euro l'anno per il raggiungimento di obiettivi ambientali più ampi, quali la tutela dell'ambiente e la gestione delle risorse.

I più ampi divari negli investimenti energetici si riscontrano nei settori delle costruzioni e dei trasporti. La Commissione europea ha individuato la maggior parte del fabbisogno annuale di investimenti aggiuntivi necessari a promuovere l'efficienza energetica nel settore dei trasporti (175 miliardi di euro) e in quello dell'edilizia residenziale (92 miliardi) (cfr. il pannello a) del grafico 4)²³. L'ulteriore fabbisogno di investimenti individuato nel settore dell'energia rinnovabile (reti e impianti di produzione di energia elettrica) ammonta a 54 miliardi di euro; tale fabbisogno, tuttavia, necessita di un ulteriore incremento per tenere conto del più ambizioso obiettivo fissato per le energie rinnovabili nell'ambito del piano REPowerEU²⁴.

Il fabbisogno di investimenti verdi varia a seconda del paese. Sulla base dei piani nazionali per l'energia e il clima (National Energy and Climate Plans, NECP) segnalati dai singoli paesi per il periodo 2021-2030, il divario annuo in termini di investimenti è compreso tra il 7 per cento del PIL in Portogallo e una quota ben al di sotto dell'1 per cento del PIL in Finlandia (cfr. il pannello b) del grafico 4). Tuttavia i fabbisogni di investimenti indicati nei NECP necessiterebbero di ulteriori incrementi per tenere conto del più ambizioso obiettivo di riduzione delle emissioni del 55 per cento entro il 2030, dal momento che sono stati redatti prima che tale obiettivo venisse rivisto.

²² Queste cifre potrebbero sottostimare il fabbisogno di investimenti perché non includono eventuali ulteriori investimenti che si renderanno necessari per l'adattamento ai cambiamenti climatici (ad esempio in caso di maggiore frequenza di eventi climatici estremi). Inoltre, non tengono conto delle esigenze di investimento per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili nell'ambito del piano REPowerEU.

²³ Cfr. Commissione europea (2021b), op. cit.

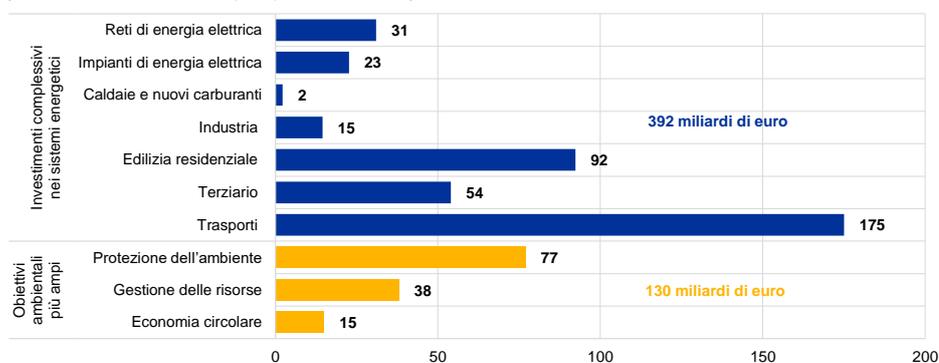
²⁴ Per ulteriori informazioni sul piano REPowerEU, cfr. il riquadro 1.

Grafico 4

Divario degli investimenti verdi

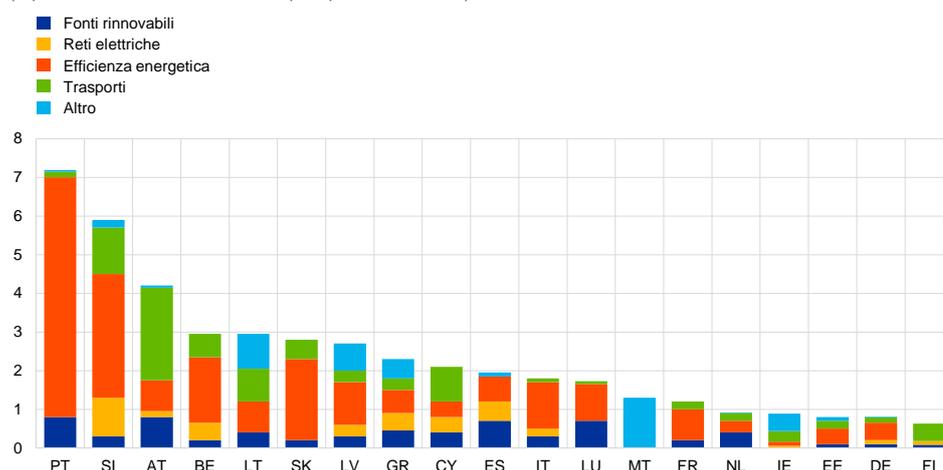
a) Scomposizione settoriale del divario degli investimenti nei sistemi energetici all'interno dell'UE

(miliardi di euro, su base annua per il periodo 2021-2030)



b) Fabbisogno di investimenti verdi per categoria nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, su base annua per il periodo 2021-2030)



Fonti: pannello a): Commissione europea (2021a e 2021b); pannello b): Banca europea per gli investimenti e piani nazionali per l'energia e il clima (National Energy and Climate Plans, NECP) del 2019.

Note: le proiezioni relative al fabbisogno di investimenti aggiuntivo per i sistemi energetici sono formulate rispetto ai livelli medi degli investimenti nel periodo 2011-2020 e, per gli obiettivi ambientali più ampi, rispetto ai livelli del 2016. I piani di investimento nell'ambito del programma REPowerEU non sono inclusi. I dati nel pannello b) si basano sui piani nazionali per l'energia e per il clima (National Energy and Climate Plans, NECP) del 2019.

Il settore pubblico svolge un ruolo cruciale nel sostenere tali fabbisogni

di investimenti. Anche se la più ampia quota di investimenti verdi aggiuntivi dovrà provenire dal settore privato, il settore pubblico dovrà agire da catalizzatore della transizione. Ciò potrebbe avvenire o attraverso investimenti pubblici diretti o tramite altri strumenti quali il cofinanziamento, le partecipazioni miste o le garanzie statali. Inoltre l'investimento in ricerca e sviluppo agevolerebbe l'innovazione nell'ambito delle tecnologie pulite²⁵. Sulla base dei NECP, la quota non ponderata di investimenti verdi pubblici corrisponde al 45 per cento del totale del fabbisogno di investimenti verdi aggiuntivi, in media, nell'UE; esistono tuttavia considerevoli discrepanze tra i

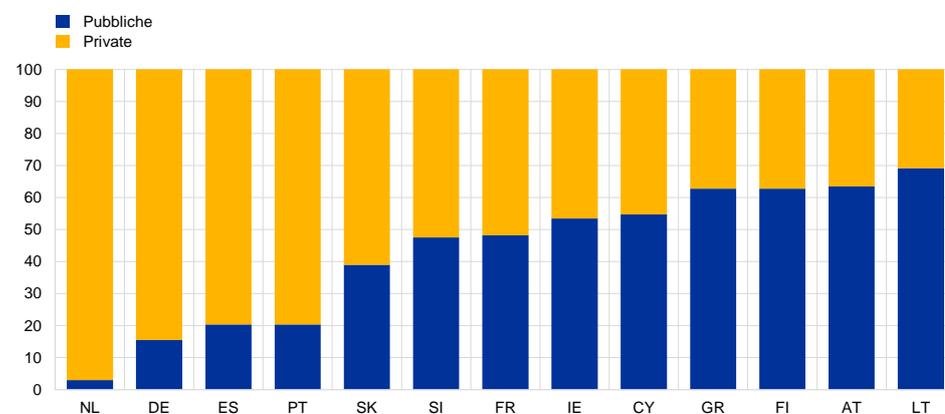
²⁵ Cfr. Aghion, P., Boneva, L., Breckenfelder, J., Laeven, L., Olovsson, C., Popov, A. e Rancoita, E., "Financial markets and green innovation", *Working Paper Series*, BCE, luglio 2022.

diversi paesi (cfr. il grafico 5)²⁶. Tenendo conto di tale quota e dell'eventuale aggiustamento in vista del più ambizioso obiettivo fissato per il 2030, sarebbe necessaria una spesa pubblica aggiuntiva in investimenti verdi compresa tra l'1 e l'1,8 per cento del PIL dell'UE per il periodo 2021-2030. Una proposta per incentivare i governi ad aumentare la spesa per investimenti verdi è quella di introdurre una regola aurea (golden rule) su tali investimenti (cfr. il riquadro 3). I modi in cui mobilitare risorse private aggiuntive comporterebbero il rafforzamento del quadro regolamentare dell'UE per la finanza sostenibile e la spinta verso un'unione verde dei mercati dei capitali.

Grafico 5

Risorse pubbliche e private dell'ulteriore fabbisogno di investimenti verdi

(in percentuale del totale, valori medi per il periodo 2021-2030)



Fonte: Banca europea degli investimenti.

Note: i dati si basano sui piani nazionali per l'energia e il clima (National Energy and Climate Plans, NECP) del 2019 finalizzati al raggiungimento dell'obiettivo di riduzione delle emissioni del 40 per cento entro il 2030. I dati relativi al più ambizioso obiettivo del 55 per cento non sono disponibili. I dati sulla scomposizione tra investimenti pubblici e privati non sono disponibili per tutti i paesi dell'area dell'euro.

Anche se il Next Generation EU (NGEU) contribuirà a finanziare il fabbisogno di investimenti verdi, la quota fornita da tale programma sarà limitata in termini di entità e durata.

Gli investimenti verdi provenienti dai fondi del Next Generation EU rappresenteranno il 5 per cento circa degli investimenti verdi totali necessari, secondo le stime, a conseguire l'obiettivo climatico dell'UE fissato per il 2030²⁷.

In base ai piani per la ripresa e la resilienza (PRR) l'importo totale necessario per le misure climatiche è pari a 159 miliardi di euro per i paesi dell'area (cifra corrispondente all'1,3 per cento del PIL dell'area dell'euro del 2019 e lievemente inferiore al 40 per cento dei fondi finora richiesti nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza)²⁸. Le differenze tra gli Stati membri in termini di PIL sono ampie, con variazioni comprese tra oltre il 5 per cento in Grecia fino a meno dello 0,5 per cento in Germania (cfr. il pannello a) del grafico 6). Riguardo agli ambiti di

²⁶ La quota di investimenti pubblici verdi ponderata per il PIL ammonta al 25 per cento circa. Tale quota è analoga alla stima per gli investimenti pubblici verdi aggiuntivi compresa tra lo 0,5 e l'1 per cento del PIL dell'UE, basata sull'assunto che solo il 28 per cento degli investimenti verdi sarà fornito dal settore pubblico, come esposto in Darvas, Z. e Wolff, G., "A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation", *Policy Contribution*, vol. 18, Bruegel, 2021.

²⁷ Si ipotizza una distribuzione lineare dell'importo nel corso dei sei anni della durata del programma (2021-2026).

²⁸ Tale importo è ben al di sopra della quota del 37 per cento della dotazione complessiva necessaria a favorire il raggiungimento degli obiettivi climatici.

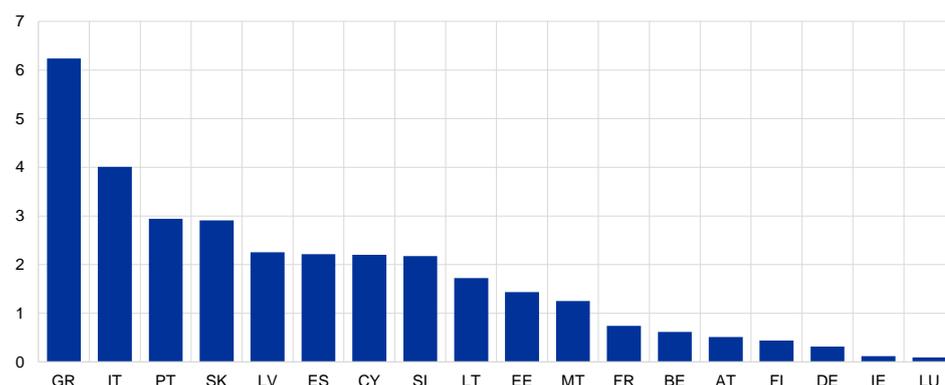
intervento, in media il 75 per cento circa delle risorse disponibili sarà dedicato alla mobilità sostenibile, all'efficienza energetica e a reti ed energia pulite (cfr. il pannello b) del grafico 6).

Grafico 6

Investimenti verdi nell'ambito dei piani di ripresa e resilienza

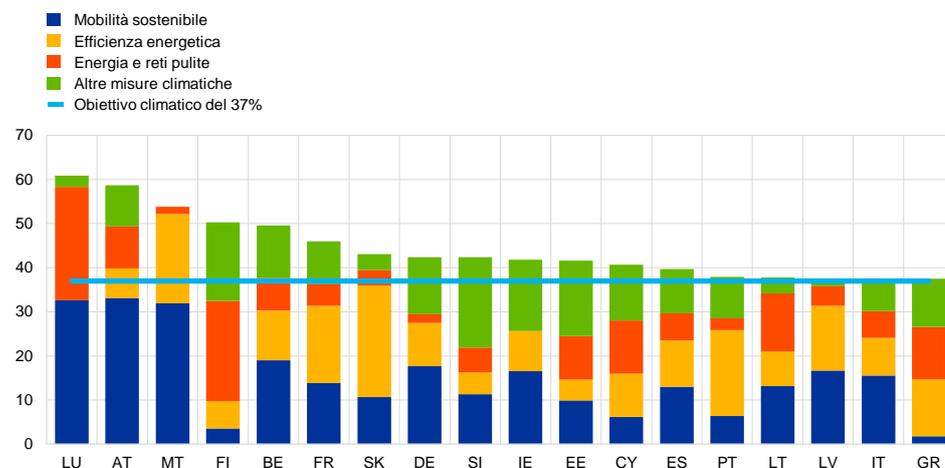
a) Importo richiesto da ciascun paese per le misure climatiche nell'ambito dei PRR

(in percentuale del PIL del 2019, periodo 2021-2026)



b) Spese nell'ambito dei PRR finalizzate al conseguimento degli obiettivi climatici, suddivise per paese e area di intervento

(in percentuale della spesa totale, periodo 2021-2026)



Fonte: Commissione europea.

Note: i piani di ripresa e resilienza (PRR) sono mostrati per tutti i paesi dell'area dell'euro eccetto i Paesi Bassi, il cui piano non era ancora stato approvato all'inizio di agosto 2022. La voce "Altre misure climatiche" include, ad esempio, le spese per ricerca e sviluppo, per la transizione a un'economia circolare e alla creazione di competenze e posti di lavoro verdi.

Riquadro 3

Le golden rule e il loro contributo nel colmare il divario degli investimenti verdi

a cura di Marien Ferdinandusse, Carolin Nerlich e Steffen Osterloh

Le proposte in merito alle regole auree (golden rule) sugli investimenti verdi mirano a stimolare gli investimenti pubblici verdi nell'UE, nel rispetto della sostenibilità dei conti pubblici²⁹. In base a tali golden rule, la spesa per investimenti pubblici verdi sarebbe esentata dalle regole di bilancio

²⁹ Cfr., ad esempio, Claeys, G., Tagliapietra, S., e Zachmann, G., "How to make the European Green Deal work", *Policy Contribution*, vol. 13, 2019 e Darvas, Z. e Wolff, G., op. cit.

previste dal Patto di stabilità e crescita (PSC)³⁰. Il presente riquadro passa in rassegna le principali argomentazioni a favore e contro l'introduzione di golden rule volte a promuovere gli investimenti pubblici verdi.

Sono state avanzate diverse argomentazioni a favore della proposta. In primo luogo, l'esclusione della spesa per investimenti verdi dal quadro del PSC potrebbe incentivare i paesi a investire di più in progetti verdi. Mentre il cambiamento climatico è un fenomeno mondiale, la spesa per investimenti pubblici verdi viene intrapresa a livello nazionale. È possibile che i governi siano poco incentivati a internalizzare gli effetti esterni negativi dei cambiamenti climatici, il che potrebbe determinare una scarsità di investimenti in progetti verdi. Ciò potrebbe essere particolarmente rilevante per paesi con un margine di bilancio limitato. In secondo luogo, le golden rule sugli investimenti verdi potrebbero contribuire ad affrontare un problema di incoerenza temporale: le perdite economiche attribuibili ai ritardi negli interventi aumenteranno esponenzialmente e potrebbero concretizzarsi appieno solo a distanza di decenni, sebbene la loro entità sia incerta³¹. Tuttavia, gli incentivi ad anticipare gli investimenti pubblici verdi, se finanziati attraverso la tassazione delle generazioni correnti e a beneficio di quelle di domani, rischiano di ricevere un ridotto sostegno elettorale³². In terzo luogo, gli investimenti pubblici verdi possono stimolare gli investimenti privati verdi, ad esempio attraverso effetti di rete come i punti di ricarica per le autovetture elettriche. Possono pertanto contribuire a superare i deficit di finanziamento per l'innovazione verde³³. In quarto luogo gli investimenti verdi potrebbero, in ultima istanza, agevolare la sostenibilità dei conti pubblici se contribuissero a una maggiore crescita nel medio-lungo periodo e alla riduzione delle perdite economiche derivanti dai cambiamenti climatici³⁴.

Tuttavia, diversi fattori si oppongono all'uso di golden rule per gli investimenti pubblici verdi. In primo luogo, l'individuazione dei progetti di investimento verdi si basa su un'efficace tassonomia ecologica. Ciò sarebbe cruciale per limitare il rischio che i governi definiscano la spesa corrente come investimento verde ("greenwashing"). In secondo luogo, è difficile determinare il livello ottimale degli investimenti pubblici verdi, che dipende dall'interazione tra gli investimenti privati e altri strumenti di bilancio, quali la fissazione dei prezzi del carbonio o le sovvenzioni verdi. Le golden rule sugli investimenti verdi potrebbero persino limitare gli incentivi, per i responsabili delle politiche, a promuovere la fissazione dei prezzi del carbonio. In terzo luogo, tali golden rule potrebbero ridurre gli incentivi per i governi a impegnarsi per ridefinire le priorità di spesa all'interno dello spazio di bilancio disponibile, compresa la necessità di ridurre la spesa dannosa per

³⁰ Il PSC non prevede una golden rule, in quanto gli svantaggi pratici di un'eccezione generale degli investimenti pubblici rispetto alle regole di bilancio sono stati considerati maggiori dei suoi benefici. Per una trattazione sull'applicazione della golden rule, cfr. Balassone, F. e Franco, D., "Public Investment, the Stability Pact and the 'Golden Rule'", *Fiscal Studies*, vol. 21, n. 2, 2000.

³¹ Cfr. *Impacts, adaptation and vulnerability*, Intergovernmental Panel on Climate Change, febbraio 2022.

³² I vantaggi in termini di benessere derivanti dagli investimenti verdi finanziati mediante ricorso al debito sono modellizzati in Kotlikoff, L., Kubler, F., Polbin, A., Sachs, J., e Scheidegger, S., "Making carbon taxation a generational win", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, n. 25760, 2019.

³³ Cfr. Aghion, E. et al., op. cit., in cui si sostiene che la transizione ecologica dipende dall'innovazione verde, dal capitale di rischio e dal sostegno pubblico.

³⁴ Studi che mettono a confronto gli investimenti verdi con quelli convenzionali rilevano moltiplicatori fiscali comparabili (cfr. Batini, N., Melina, G., di Serio, M. e Fragetta, M., "Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?", *IMF Working Papers*, vol. 87, 2021). Nella misura in cui gli investimenti verdi sostituiscono lo stock di capitale esistente anziché espanderlo, l'effetto di lungo periodo sul prodotto sarebbe meno significativo. La transizione ecologica potrebbe inoltre esercitare un impatto frenante sulla crescita economica nel caso di ingenti attività immobilizzate. Cfr. Pisani-Ferry, J., "Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant", *Policy Brief*, n. 21-20, agosto 2021.

l'ambiente³⁵. Ciò potrebbe pertanto comportare rischi per la sostenibilità del debito pubblico. In quarto luogo, una golden rule sugli investimenti verdi renderebbe più complesso il quadro del PSC, in quanto sarebbe necessario specificare le eccezioni alle regole di bilancio.

Nel complesso, le golden rule sugli investimenti verdi dovrebbero essere progettate attentamente. Se da un lato potrebbero stimolare ulteriori investimenti verdi, dall'altro potrebbero porre sfide alla sostenibilità dei conti pubblici³⁶. È improbabile che le regole vengano attuate rapidamente e, affinché queste abbiano successo, una serie di condizioni dovrebbe essere soddisfatta³⁷. In primo luogo, gli investimenti pubblici verdi dovranno essere accuratamente identificati e quantificati. Oltre a una migliore politica di bilancio verde, è necessario che venga riconosciuta, fino a un certo limite, una definizione comune e precisa delle categorie di investimento (ad esempio isolamento delle abitazioni, punti di ricarica per le automobili elettriche) ai sensi delle regole di bilancio. In secondo luogo, le golden rule sugli investimenti verdi dovrebbero andare di pari passo con la riduzione dei sussidi dannosi per l'ambiente. In terzo luogo, per incentivare l'anticipazione degli investimenti pubblici verdi mantenendo nel contempo la sostenibilità di bilancio, tali golden rule dovrebbero essere limitate nel tempo. Infine, esperti indipendenti dovrebbero valutarne la progettazione e l'applicazione per limitare il rischio di greenwashing.

4 Aspetti distributivi della tassazione sulle emissioni di carbonio

Nella definizione delle politiche sul clima è importante considerare anche gli aspetti distributivi³⁸. Sebbene le politiche di tassazione sulle emissioni di carbonio siano generalmente considerate efficaci in termini ambientali ed economicamente efficienti, le relative implicazioni distributive non sono semplici³⁹. Di fatto, sono coinvolti diversi canali, con conseguenze distributive dirette e indirette. La tassazione sulle emissioni di carbonio incide sulle famiglie attraverso i maggiori costi di acquisto dei prodotti ad alta intensità di emissioni. Ciò ha effetti distributivi diretti che dipendono dalla misura in cui i panieri dei consumi delle famiglie e la loro propensione marginale al consumo variano al variare del gruppo di reddito

³⁵ Secondo la Commissione europea, nel 2019 le sovvenzioni per i combustibili fossili nell'UE ammontavano allo 0,4 per cento del PIL. Cfr. l' [Allegato della Relazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni - Relazione 2021 sullo stato dell'Unione dell'energia – Contributo al Green Deal europeo e alla ripresa dell'Unione](#), Commissione europea, ottobre 2021.

³⁶ Le golden rule sugli investimenti verdi sono considerate equivalenti alla proposta di un fondo centrale di investimento verde che eroga prestiti per finanziare investimenti verdi. Cfr. Darvas, Z., [“A European climate fund or a green golden rule: not as different as they seem”](#), *Bruegel Blog*, febbraio 2022.

³⁷ Per una trattazione della fattibilità giuridica delle golden rule sugli investimenti verdi, cfr. Corti, F., Alcidi, C., Gros, D., Liscai, A. e Shamsfakhr, F., [“A qualified treatment for green and social investments within a revised EU fiscal framework”](#), *CEPS Research Report*, n. 2022-02, maggio 2022.

³⁸ Anche il cambiamento climatico ha effetti distributivi. È stato riscontrato che la vulnerabilità climatica incide sulla distribuzione del reddito nei paesi in via di sviluppo sette volte tanto rispetto a quanto avviene nelle economie avanzate, giacché le prime tendono a evidenziare una minore capacità di adattamento alle conseguenze dei cambiamenti climatici. Cfr. Cevik, S. e Jalles, J., [“For Whom the Bell Tolls: Climate Change and Inequality”](#), *IMF Working Paper*, vol. 103, maggio 2022.

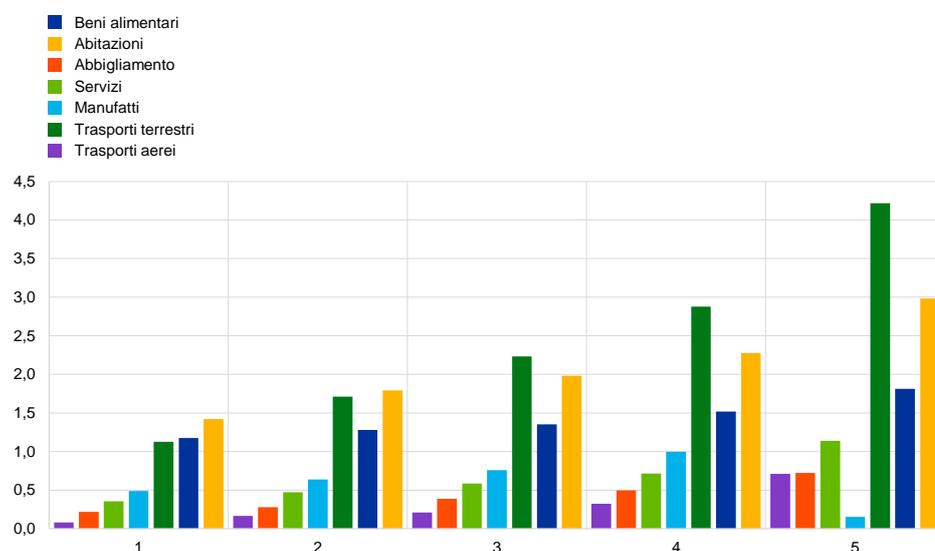
³⁹ Ciò si correla al concetto di “dividendo triplo”, secondo cui le politiche collegate al clima non dovrebbero soltanto essere efficaci nel ridurre le emissioni di carbonio ed efficienti per l'economia, ma anche avere un impatto equo sui diversi gruppi di reddito.

di appartenenza⁴⁰. Le famiglie a basso reddito risentiranno in misura sproporzionata di un'eventuale imposta regressiva sulle emissioni di carbonio, giacché tendono a destinare una quota maggiore del loro reddito disponibile a prodotti ad alta intensità di emissioni⁴¹. Al tempo stesso, i gruppi con un più elevato livello di reddito tendono ad avere un'impronta ecologica pro capite maggiore rispetto a quelli con livello di reddito più basso. Questo fenomeno viene spesso definito "disuguaglianza carbonica" (carbon inequality) e riguarda in particolare i consumi correlati ai trasporti e alle abitazioni (cfr. il grafico 7)⁴².

Grafico 7

Impronta ecologica nell'UE per gruppo di reddito

(tonnellate di CO₂ pro capite, 2019)



Fonti: Ivanova e Wood (2020), op. cit. ed elaborazioni degli autori.

Note: i dati sono mostrati per quintili di reddito nei paesi dell'UE, dove "1" indica il gruppo di reddito più basso e "5" quello più alto. La sequenza dei beni di consumo è basata sull'impronta ecologica del gruppo di reddito più basso.

L'impatto distributivo complessivo delle imposte sulle emissioni di carbonio dipende anche da effetti indiretti.

Gli effetti su occupazione e ricchezza economica (attraverso redditi da lavoro, trasferimenti e risparmi) variano in base al gruppo di reddito. I gruppi a basso reddito potrebbero subire una più marcata riduzione del proprio reddito in quanto tendono a lavorare in settori maggiormente colpiti dalle variazioni della domanda. Uno studio rileva che gli effetti indiretti rappresentano l'80 per cento dell'impatto regressivo di un'imposta sulle emissioni di carbonio⁴³.

⁴⁰ Per un'analisi sugli effetti distributivi dei più elevati prezzi dell'energia, cfr. Battistini, N., Di Nino, V., Dossche, M. e Kolndrekaj, A., *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

⁴¹ Cfr. Andersson, J. e Atkinson, G., "The distributional effects of a carbon tax: The role of income inequality", *Centre for Climate Change Economics and Policy Working Paper*, n. 378, settembre 2020, in cui si rileva, ad esempio, che l'imposta sulle emissioni del carburante per trasporti introdotta in Svezia nel 1991 è regressiva se misurata rispetto al reddito annuo. L'impatto regressivo è maggiore nelle aree rurali rispetto a quelle urbane.

⁴² Cfr. Ivanova, D. e Wood, R., "The unequal distribution of household carbon footprints in Europe and its link to sustainability", *Global Sustainability*, vol. 3, Cambridge, 2020.

⁴³ Cfr. Känzig, D., *The unequal economic consequences of carbon pricing*, London Business School, gennaio 2022.

Altri studi evidenziano tuttavia che gli effetti indiretti hanno un impatto progressivo in Europa⁴⁴.

L'introduzione di sgravi fiscali sulla tassazione delle emissioni di carbonio per i gruppi vulnerabili può attenuare l'impatto regressivo, pur con un effetto neutro sul bilancio. La redistribuzione dei proventi derivanti dalle imposte sulle emissioni di carbonio è in grado di attenuare l'impatto regressivo senza compromettere la riduzione delle emissioni. Esistono diverse modalità di sgravio fiscale sulla tassazione delle emissioni di carbonio, ognuna con effetti diversi. Le ricerche che analizzano gli effetti sul benessere negli Stati Uniti di sgravi forfettari e riduzioni delle imposte sul reddito da lavoro dipendente, nonché delle imposte sul reddito delle persone fisiche e sui redditi delle imprese, mostrano che i rimborsi forfettari possono avere un impatto fortemente progressivo per le famiglie a basso reddito⁴⁵. Altre ricerche evidenziano che l'utilizzo del gettito derivante dalle imposte sulle emissioni di carbonio per gli investimenti pubblici potrebbe essere preferibile alla redistribuzione attraverso i rimborsi forfettari, perché ha un impatto più positivo sull'efficienza economica⁴⁶. Nel complesso, per limitare le distorsioni le misure di compensazione devono essere efficienti, ben mirate e temporanee.

Le misure di compensazione potrebbero assicurare un più ampio sostegno pubblico alle politiche in materia di cambiamento climatico. Tale sostegno pubblico potrebbe favorire indirettamente la decarbonizzazione dell'economia. Per favorire il consenso pubblico all'adozione della tassazione sulle emissioni di carbonio, la Commissione europea ha proposto l'istituzione di un Fondo sociale per il clima che miri a una transizione socialmente equa⁴⁷. Inoltre, le politiche strutturali di accompagnamento potrebbero agevolare la gestione dei costi di adeguamento a breve termine correlati alla transizione ecologica.

5 Osservazioni conclusive

Nell'area dell'euro sono necessarie ulteriori politiche per attenuare l'impatto del cambiamento climatico. Il cambiamento climatico avrà conseguenze gravi e durature, in termini ambientali ed economici, per l'intero pianeta. È probabile che i costi a lungo termine in ambito sociale, economico e di bilancio a livello mondiale di un ritardo nella transizione superino ampiamente i potenziali costi a breve termine di

⁴⁴ Cfr., ad esempio, Landis, F., Fredriksson, G. e Rausch, S., "Between- and within-country distributional impacts from harmonizing carbon prices in the EU", *Energy Economics*, vol. 103, 2021.

⁴⁵ Cfr., ad esempio, l'analisi contenuta in Goulder, L., Hafstead, M., Kim, G. e Long, X., "Impacts of a carbon tax across US household income groups: What are the equity-efficiency trade-offs?", *Journal of Public Economics*, vol. 175, luglio 2019 e in Rausch, S., Metcalf, G., e Reilly, J., "Distributional impacts of carbon pricing: a general equilibrium approach with micro-data for households", *NBER Working Paper*, n. 17087, maggio 2011.

⁴⁶ Cfr. Vona, F., "Managing the Distributional Effects of Environmental and Climate Policies: The Narrow Path for a Triple Dividend", *OECD Environmental Working Paper*, n. 188, dicembre 2021.

⁴⁷ Il Fondo sociale per il clima dell'UE, come parte del pacchetto "Pronti per il 55%" proposto, punta a sostenere le famiglie vulnerabili in maniera diretta, attraverso il sostegno temporaneo al reddito, e in maniera indiretta, attraverso misure e investimenti che contribuiscono al rafforzamento dell'efficienza energetica e della decarbonizzazione nei settori delle costruzioni e dei trasporti. Il fondo sarà finanziato con il 25 per cento dei proventi del sistema ETS, derivanti dalla proposta attuazione di tale sistema per i settori delle costruzioni e dei trasporti, nel periodo compreso tra il 2026 e il 2032, per un importo complessivo stimato di 72 miliardi di euro.

efficienti ed efficaci politiche attuate nell'immediato per contrastare il cambiamento climatico. Per contenere in maniera efficace gli effetti del cambiamento climatico tutte le aree geografiche, inclusa l'Europa, sono chiamate a compiere passi in avanti nella transizione ecologica.

I paesi dell'area dell'euro hanno fissato ambiziosi obiettivi climatici allineati all'Accordo di Parigi nel quadro del Green Deal europeo. Molte delle misure necessarie al conseguimento di tali obiettivi implicheranno interventi di finanza pubblica. Per garantire la sicurezza energetica e accelerare la transizione ecologica, sarà necessario adottare una combinazione di politiche di bilancio relative al clima efficiente ed efficace. Inoltre, l'attuale situazione geopolitica ha dimostrato quanto sia importante per l'Europa ridurre la propria dipendenza dai combustibili fossili.

La scelta della combinazione di politiche ambientali determina l'impatto sui conti pubblici. Tale impatto dipende in primo luogo dal tipo di politiche ambientali adottate in materia di finanza pubblica e in altri ambiti di intervento. A tale riguardo, rivestono particolare importanza la tassazione delle emissioni di carbonio e gli investimenti verdi pubblici e privati, nonché i processi regolamentari e autorizzativi per gli investimenti privati in energie rinnovabili.

Nell'ambito delle politiche di bilancio assume rilevanza l'equilibrio tra gli interventi sul versante delle entrate e quelli dal lato della spesa. La tassazione delle emissioni di carbonio rappresenta un modo molto efficace ed efficiente per ridurre le emissioni generando al contempo entrate aggiuntive che possono essere utilizzate per ridurre il debito pubblico, attuare misure sociali compensative mirate o per spese alternative, incluso il sostegno alla transizione ecologica. Le politiche dal lato della spesa, quali gli investimenti pubblici verdi, i sussidi per gli investimenti privati e le attività di ricerca e sviluppo in ambito ambientale, determinano un incremento del disavanzo dei paesi – almeno nel breve periodo – a meno che tale spesa aggiuntiva non sia compensata da ulteriori entrate o da tagli alla spesa in altri ambiti, inclusi i sussidi dannosi per l'ambiente. Data l'entità della crisi climatica, la portata limitata delle attuali tecnologie verdi e l'impatto distributivo della tassazione delle emissioni di carbonio, sarà necessario attuare una combinazione di politiche dal lato delle entrate e della spesa.

Politiche di attenuazione efficaci incidono sulle basi imponibili. Quanto più efficace è la tassazione delle emissioni di carbonio nel ridurre la quantità, tanto più la base imponibile di tale imposta diminuirà nel tempo. Pertanto, il gettito temporaneamente più elevato generato dalle imposte sulle emissioni di carbonio o collegate ad altre politiche a favore dell'ambiente non dovrebbe essere destinato a interventi di spesa a carattere permanente. Analogamente, politiche di spesa quali i programmi di investimento o i sussidi verdi dovrebbero essere inizialmente intense e avere la durata necessaria ad accelerare la transizione ecologica, piuttosto che essere attuate a tempo indeterminato.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	2,8	2,3	1,7	-0,4	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,6	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,2	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 3° trim.	1,9	0,6	0,9	-0,5	0,4	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
2021 4° trim.	1,3	1,7	1,3	1,0	1,4	0,5	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 1° trim.	0,7	-0,4	0,8	0,0	1,4	0,7	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2022 2° trim.	.	-0,1	-0,1	0,5	-2,6	0,8	9,7	6,5	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
2022 mar.	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
2022 apr.	-	-	-	-	-	-	9,2	6,3	8,3	9,0	2,5	2,1	7,4
2022 mag.	-	-	-	-	-	-	9,7	6,4	8,6	9,1	2,5	2,1	8,1
2022 giu.	-	-	-	-	-	-	10,3	6,7	9,1	9,4	2,4	2,5	8,6
2022 lug.	-	-	-	-	-	-	.	.	8,5	10,1	2,6	2,7	8,9
2022 ago. ³⁾	-	-	-	-	-	-	9,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)									Importazioni di beni 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
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,7
2021 3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-0,4	-0,1	-0,7
2021 4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,2	2,4	1,9
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,9	3,5	0,1
2022 2° trim.	51,6	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,3	-0,3	0,9
2022 mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,9	3,5	0,1
2022 apr.	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,4	51,1	48,2	-0,5	0,3	-1,3
2022 mag.	50,7	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,3	51,1	48,0	-0,6	0,4	-1,7
2022 giu.	53,8	52,3	53,7	53,0	55,3	52,0	52,9	54,0	50,1	0,3	-0,3	0,9
2022 lug.	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	.	.	.
2022 ago.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,8	49,1	47,5	.	.	.

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>												
2019	11.984,5	11.578,4	6.381,0	2.455,3	2.657,0	1.253,1	771,7	625,5	85,1	406,1	5.767,7	5.361,6
2020	11.448,1	11.040,4	5.918,7	2.565,3	2.511,2	1.221,9	684,4	598,0	45,3	407,6	5.181,8	4.774,1
2021	12.301,1	11.821,4	6.276,2	2.714,1	2.702,6	1.367,7	766,3	561,1	128,5	479,7	6.057,2	5.577,5
2021 3° trim.	3.124,6	2.992,9	1.617,1	681,2	674,7	346,6	189,3	136,9	20,0	131,7	1.549,1	1.417,4
4° trim.	3.170,9	3.087,8	1.639,9	691,5	706,8	353,9	195,3	155,7	49,6	83,1	1.630,0	1.546,8
2022 1° trim.	3.231,2	3.155,2	1.676,5	700,5	718,6	372,4	201,1	143,2	59,6	76,0	1.702,2	1.626,2
2° trim.	3.292,1	3.238,9	1.728,1	710,9	742,4	385,0	208,7	146,7	57,5	53,2	1.802,4	1.749,2
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	96,1	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	1,0	3,9	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 3° trim.	2,2	2,1	4,4	0,1	-0,6	-0,6	-1,6	0,7	-	-	2,3	2,1
4° trim.	0,5	1,4	0,0	0,7	3,7	0,3	2,0	14,2	-	-	2,4	4,7
2022 1° trim.	0,7	0,0	0,0	0,2	-0,8	2,2	1,5	-10,4	-	-	1,2	-0,2
2° trim.	0,8	1,0	1,3	0,6	0,9	0,0	1,8	2,0	-	-	1,3	1,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,4	1,4	1,7	6,9	3,2	1,9	22,7	-	-	2,8	4,8
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,1	-6,4	-4,1	-11,8	-4,4	-	-	-9,0	-8,6
2021	5,2	4,1	3,7	4,2	4,1	6,2	10,5	-7,7	-	-	10,3	8,1
2021 3° trim.	3,7	3,3	2,9	2,8	2,5	3,3	2,9	0,2	-	-	10,3	9,9
4° trim.	4,6	4,9	5,9	2,6	2,7	1,9	3,5	3,3	-	-	8,1	9,0
2022 1° trim.	5,4	5,8	8,1	3,0	3,9	4,5	2,7	4,1	-	-	8,7	9,9
2° trim.	4,1	4,5	5,6	1,6	3,1	2,0	3,8	5,2	-	-	7,4	8,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 3° trim.	2,2	2,0	2,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,5	1,4	0,0	0,1	0,8	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
2022 1° trim.	0,7	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,7	-	-
2° trim.	0,8	0,9	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	2,3	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,2	-0,7	-	-
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,2	4,1	2,0	1,0	1,0	0,7	0,7	-0,4	0,2	1,4	-	-
2021 3° trim.	3,7	3,1	1,5	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0	0,4	0,6	-	-
4° trim.	4,6	4,6	3,0	0,6	0,6	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0	-	-
2022 1° trim.	5,4	5,6	4,1	0,7	0,9	0,5	0,2	0,2	0,0	-0,1	-	-
2° trim.	4,1	4,4	2,8	0,4	0,7	0,2	0,2	0,2	0,5	-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)												
2019	10.742,1	178,2	2.104,2	555,1	2.041,3	531,8	480,7	1.203,5	1.251,6	2.026,1	369,5	1.242,5
2020	10.318,1	177,4	1.993,3	544,5	1.803,9	544,6	478,7	1.207,0	1.182,2	2.064,8	321,5	1.130,0
2021	11.029,6	189,5	2.170,3	595,2	2.004,1	585,9	489,5	1.240,5	1.265,3	2.158,4	331,0	1.271,4
2021 3° trim.	2.799,2	48,0	546,3	149,3	524,9	146,5	122,2	310,1	320,7	543,6	87,6	325,4
4° trim.	2.833,7	50,0	557,6	152,5	537,5	149,7	122,6	312,1	326,2	541,8	83,7	337,3
2022 1° trim.	2.888,5	51,2	579,3	157,5	547,3	149,9	124,3	315,1	329,9	548,6	85,5	342,7
2° trim.	2.948,3	53,3	598,6	161,8	568,1	153,8	124,6	316,6	335,8	546,1	89,5	343,8
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,4	18,2	5,3	4,4	11,2	11,5	19,6	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 3° trim.	2,5	-0,5	0,9	-0,3	7,5	1,2	0,1	0,6	2,3	1,3	11,2	-0,5
4° trim.	0,2	-0,1	0,2	0,6	0,3	2,5	0,1	0,3	1,2	-0,8	-2,6	3,2
2022 1° trim.	0,9	-1,2	0,4	2,3	1,1	0,3	0,4	1,3	0,7	0,9	2,1	-1,4
2° trim.	0,7	-0,5	0,5	-0,7	1,6	2,2	0,1	0,1	1,0	-0,3	4,4	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	1,5	0,4	0,9	2,5	5,7	0,6	1,4	1,8	1,0	1,7	2,0
2020	-6,0	-0,3	-6,2	-5,5	-13,9	2,0	0,2	-0,6	-7,0	-2,6	-18,0	-6,5
2021	5,1	-0,9	7,2	5,5	7,7	7,0	3,0	1,6	5,7	3,5	2,6	6,2
2021 3° trim.	3,8	-1,2	4,7	2,5	7,2	4,6	2,0	0,9	5,9	1,3	3,6	3,2
4° trim.	4,5	-1,9	1,9	1,0	11,4	8,4	2,3	1,6	5,4	2,1	13,3	5,5
2022 1° trim.	5,3	-1,5	1,6	4,8	13,9	6,0	0,9	3,1	6,1	2,0	17,1	6,8
2° trim.	4,3	-2,2	2,0	1,9	10,8	6,3	0,8	2,3	5,4	1,1	15,4	2,9
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 3° trim.	2,5	0,0	0,2	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
4° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 1° trim.	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,7	0,0	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	0,0	0,1	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,0	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,8	-0,5	-0,6	-
2021	5,1	0,0	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2021 3° trim.	3,8	0,0	0,9	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	0,1	-
4° trim.	4,5	0,0	0,4	0,1	2,0	0,4	0,1	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2022 1° trim.	5,3	0,0	0,3	0,3	2,4	0,3	0,0	0,4	0,7	0,4	0,5	-
2° trim.	4,3	0,0	0,4	0,1	1,9	0,3	0,0	0,3	0,6	0,2	0,4	-

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>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,3	1,5	0,3	-2,4	1,1	2,6	1,5	3,4	-0,1	1,7	1,5	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,3	-2,2	-2,0	0,9	-3,8	1,8	-0,6	-0,4	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,3	1,5	0,1	0,0	-0,3	3,2	0,2	4,8	0,7	1,1	2,8	2,2	0,1
2021 3° trim.	2,3	2,6	0,8	-0,2	0,6	3,2	2,2	5,7	1,4	0,9	4,7	2,4	1,1
4° trim.	2,3	2,7	0,2	-1,4	1,2	3,1	3,1	6,3	0,9	0,5	3,7	1,8	1,0
2022 1° trim.	3,0	3,4	1,0	-1,5	1,5	3,5	5,1	6,0	-0,2	2,5	4,3	1,8	3,0
2° trim.	2,7	3,0	0,6	-0,7	1,3	3,1	4,6	6,0	0,3	2,3	3,4	1,5	1,8
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,8	21,7	6,1
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	14,9	6,9	24,1	3,3	2,6	1,1	13,8	23,2	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	0,9	1,2	-0,2	-3,4	0,4	2,5	1,1	3,1	0,2	1,8	1,2	1,2	0,3
2020	-7,9	-7,2	-10,8	-2,8	-7,8	-6,4	-14,2	-1,5	-3,0	-6,8	-8,3	-1,7	-12,4
2021	5,4	5,2	6,5	1,4	4,5	8,8	6,5	7,3	2,7	6,5	7,3	3,6	4,8
2021 3° trim.	3,5	3,9	1,7	-1,2	2,3	2,7	5,0	7,8	1,6	3,3	7,0	1,9	1,0
4° trim.	4,7	4,6	4,8	-1,3	2,0	3,5	10,8	6,3	0,7	2,7	5,6	0,7	7,2
2022 1° trim.	6,5	6,5	6,5	-1,8	2,5	4,8	15,6	6,2	-0,6	7,2	6,6	1,2	13,0
2° trim.	3,9	4,1	2,8	-2,0	1,0	2,7	10,1	5,3	-1,2	4,4	4,1	0,1	7,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	-0,4	-0,3	-0,5	-1,0	-0,7	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,1
2020	-6,4	-5,7	-9,7	-0,7	-5,9	-7,2	-10,9	-3,3	-2,4	-6,4	-6,0	-2,6	-9,8
2021	4,0	3,6	6,4	1,5	4,8	5,4	6,3	2,4	2,0	5,4	4,4	1,4	4,7
2021 3° trim.	1,1	1,3	0,9	-0,9	1,7	-0,5	2,8	1,9	0,2	2,4	2,2	-0,5	-0,2
4° trim.	2,3	1,9	4,6	0,0	0,9	0,4	7,5	0,0	-0,2	2,2	1,8	-1,1	6,1
2022 1° trim.	3,3	3,0	5,4	-0,2	1,0	1,3	10,0	0,2	-0,4	4,6	2,2	-0,6	9,8
2° trim.	1,2	1,1	2,3	-1,3	-0,3	-0,4	5,3	-0,7	-1,5	2,1	0,7	-1,5	5,3

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		
2019	163,509	3,5	12,428	7,6	3,3	10,060	6,8	2,368	16,3	6,348	7,3	6,080	8,0	2,2
2020	160,958	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,552	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,318	3,4	12,635	7,7	3,2	10,183	6,8	2,452	16,8	6,431	7,4	6,204	8,1	2,4
2021 3° trim.	164,060	3,3	12,376	7,5	3,1	9,944	6,7	2,432	16,3	6,296	7,2	6,080	7,9	2,6
4° trim.	164,569	3,3	11,778	7,2	3,0	9,600	6,4	2,177	14,7	6,045	6,9	5,732	7,5	2,8
2022 1° trim.	165,410	3,3	11,339	6,9	2,9	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2° trim.	.	.	11,071	6,7	.	8,896	5,9	2,175	14,2	5,575	6,3	5,496	7,1	3,3
2022 feb.	-	-	11,275	6,8	-	9,153	6,1	2,123	14,2	5,640	6,4	5,635	7,3	-
mar.	-	-	11,211	6,8	-	9,064	6,0	2,147	14,2	5,632	6,4	5,579	7,2	-
apr.	-	-	11,101	6,7	-	8,919	5,9	2,182	14,3	5,585	6,3	5,516	7,1	-
mag.	-	-	11,053	6,7	-	8,917	5,9	2,136	14,0	5,562	6,3	5,491	7,1	-
giu.	-	-	11,060	6,7	-	8,852	5,9	2,208	14,4	5,577	6,3	5,482	7,1	-
lug.	-	-	10,983	6,6	-	8,810	5,8	2,173	14,2	5,564	6,3	5,419	7,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2019	-0,7	-0,6	-2,6	0,0	1,4	-1,8	2,2	2,4	0,9	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,3	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	8,0	8,8	9,7	9,1	7,8	1,6	5,3	5,1	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 3° trim.	5,9	6,8	7,8	5,0	8,8	-0,9	0,8	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
4° trim.	0,2	0,1	2,2	-4,0	4,0	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,8	16,9	-25,0
2022 1° trim.	-0,3	-0,1	1,1	-5,0	5,7	-0,7	5,2	5,0	-2,2	9,9	12,0	.	-13,0
2° trim.	0,5	0,8	-0,3	-0,4	3,3	-0,6	1,6	0,4	-3,3	2,4	7,1	.	-16,3
2022 feb.	1,7	2,0	3,1	-3,4	8,7	-0,8	8,6	5,1	-2,2	9,9	12,2	-	-7,1
mar.	-1,1	-0,8	-0,3	-3,5	2,6	-1,6	2,9	1,9	-2,7	4,5	10,9	-	-19,9
apr.	-2,5	-2,4	-0,5	-9,0	4,0	0,0	2,7	4,2	-3,4	9,2	15,7	-	-18,3
mag.	1,6	2,0	0,0	0,9	6,4	-1,7	2,3	0,6	-3,9	3,0	5,8	-	-17,4
giu.	2,4	2,7	-0,5	7,6	-0,3	0,0	0,1	-3,2	-2,7	-3,9	1,2	-	-13,5
lug.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9	-2,4	-0,9	0,6	-	.

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2022 feb.	0,5	0,7	0,9	-0,2	2,2	-2,5	1,5	0,4	-0,6	1,2	2,5	-	7,0
mar.	-1,7	-1,8	-1,8	-2,5	-2,5	0,9	-0,4	0,6	0,9	-0,2	-1,0	-	-11,7
apr.	0,5	0,0	0,5	-0,1	2,0	2,6	-0,9	-1,2	-2,0	-0,7	1,5	-	2,5
mag.	2,1	1,8	0,2	3,6	2,4	-3,4	-0,3	0,5	-0,8	1,7	0,0	-	-0,3
giu.	0,7	1,0	-0,1	2,6	-2,8	0,6	-1,3	-1,0	0,0	-1,5	-1,2	-	2,5
lug.	.	.	.	.	.	.	.	0,3	0,1	-0,4	0,4	-	.

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

1) Compreso il commercio all'ingrosso.

2 Attività economica

2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 3° trim.	117,5	13,6	82,8	-4,2	6,0	4,8	17,4	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
4° trim.	115,8	13,8	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,3	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 1° trim.	111,1	11,9	82,5	-13,6	9,5	1,9	12,5	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	104,2	7,0	82,5	-22,3	5,5	-4,5	13,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
2022 mar.	106,3	9,0	-	-21,7	9,0	-2,2	12,6	-	56,5	53,1	55,6	54,9
apr.	104,6	7,7	82,5	-22,1	6,8	-4,0	13,0	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
mag.	104,6	6,2	-	-21,2	6,3	-4,3	13,4	-	54,6	51,3	56,1	54,8
giu.	103,5	7,0	-	-23,7	3,6	-5,1	14,0	-	52,1	49,3	53,0	52,0
lug.	98,9	3,4	82,4	-27,0	3,2	-7,1	10,4	90,9	49,8	46,3	51,2	49,9
ago.	97,6	1,2	-	-24,9	3,9	-6,3	8,7	-	49,6	46,5	49,8	49,0

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

2.7 Conti ripilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,2	2,0	2,7	3,7	6,3	4,1	47,5	24,1	74,7	2,1	8,0	1,9
2020	19,5	96,1	-0,6	4,1	-3,4	4,7	3,8	46,0	24,8	81,6	3,2	-13,9	2,0
2021	17,4	96,5	1,3	3,5	19,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	8,0	3,0
2021 2° trim.	19,2	96,5	4,0	4,2	31,3	6,8	5,3	48,6	27,0	79,9	4,4	20,9	2,3
3° trim.	18,6	96,7	0,8	4,0	18,5	7,6	7,0	48,7	27,3	79,3	4,5	12,7	2,4
4° trim.	17,4	96,5	0,5	3,5	18,8	7,3	7,8	48,8	26,8	79,5	5,2	13,6	3,0
2022 1° trim.	15,8	96,2	0,2	3,1	17,5	5,6	8,3	48,5	26,3	78,8	5,1	14,4	3,2

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	
2021 3° trim.	1.112,8	1.043,0	69,8	625,1	553,9	252,7	238,4	195,1	172,6	39,9	78,2	27,3	13,4
4° trim.	1.180,9	1.154,4	26,6	648,7	621,4	278,0	248,7	213,5	201,9	40,7	82,5	59,8	46,9
2022 1° trim.	1.224,4	1.201,9	22,5	683,3	674,7	294,5	253,8	207,4	204,0	39,1	69,4	27,8	20,5
2° trim.	1.278,8	1.285,7	-7,0	744,6	744,9	297,8	254,4	200,6	204,1	35,7	82,2	19,2	11,1
2022 gen.	407,2	390,4	16,8	226,8	217,0	97,4	81,8	70,5	67,3	12,4	24,3	7,9	5,9
feb.	410,3	401,5	8,7	230,2	227,7	98,8	86,5	68,8	65,9	12,5	21,4	7,3	4,4
mar.	406,9	410,0	-3,0	226,3	230,0	98,3	85,5	68,1	70,8	14,2	23,7	12,7	10,2
apr.	422,4	426,7	-4,3	243,2	243,3	98,7	87,5	67,9	69,1	12,6	26,8	6,9	4,5
mag.	425,9	432,9	-6,9	248,6	248,4	99,7	85,9	65,5	71,3	12,2	27,2	5,4	3,3
giu.	430,4	426,1	4,2	252,9	253,2	99,4	81,0	67,2	63,7	10,9	28,2	6,9	3,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 giu.	4.796,9	4.685,0	111,9	2.701,8	2.594,9	1.123,1	995,2	816,5	782,6	155,5	312,2	134,1	91,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 giu.	37,4	36,5	0,9	21,1	20,2	8,8	7,8	6,4	6,1	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)													
2021 3° trim.	13,7	23,0	607,4	305,5	119,0	171,0	501,7	581,4	346,6	94,2	135,0	415,5	58,3
4° trim.	12,1	32,3	636,6	322,7	115,9	187,8	524,7	654,0	400,5	97,5	148,5	450,8	71,2
2022 1° trim.	17,0	40,3	674,9	342,4	123,6	196,3	553,4	715,6	451,3	104,0	151,3	478,6	85,7
2° trim.	20,5	45,4	715,0	.	.	.	572,9	805,4	.	.	.	513,1	.
2022 gen.	19,9	45,6	222,7	112,1	42,5	65,2	183,7	232,1	144,2	34,6	50,0	159,1	24,9
feb.	17,2	40,0	224,8	114,2	40,8	65,8	186,9	237,2	148,9	34,6	50,2	159,4	29,4
mar.	14,5	36,5	227,3	116,1	40,2	65,3	182,8	246,3	158,2	34,7	51,1	160,1	31,3
apr.	12,8	40,0	231,1	116,3	41,1	70,1	186,9	263,5	170,4	35,6	53,2	166,7	33,6
mag.	28,7	52,9	242,1	122,2	41,4	73,5	193,6	269,2	173,1	37,1	55,2	173,7	34,3
giu.	20,1	43,5	241,8	.	.	.	192,3	272,7	.	.	.	172,7	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2021 3° trim.	4,4	5,5	103,5	110,2	101,0	96,2	102,1	108,0	109,6	112,6	104,8	110,6	85,2
4° trim.	0,9	9,4	105,4	112,7	96,1	102,9	104,3	115,6	120,2	109,8	110,8	115,1	93,7
2022 1° trim.	2,5	10,8	106,3	111,7	101,2	103,5	105,6	115,6	118,9	114,6	110,5	117,9	93,1
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 dic.	2,5	15,9	104,8	113,4	94,7	101,9	104,0	119,6	125,0	114,4	112,6	118,8	93,1
2022 gen.	5,7	15,0	106,5	111,3	104,5	104,8	105,8	114,7	117,8	113,6	109,5	117,8	92,7
feb.	3,1	11,9	106,7	112,8	100,7	103,8	107,3	116,1	119,3	115,6	110,4	118,4	97,9
mar.	-0,5	6,4	105,6	111,0	98,3	102,0	103,7	116,0	119,7	114,6	111,6	117,6	88,7
apr.	-2,5	7,3	105,4	108,9	99,1	107,5	104,1	120,0	123,6	116,0	114,2	120,6	93,9
mag.	10,1	18,1	108,7	112,6	99,1	110,9	107,0	122,5	125,6	121,8	117,3	124,2	93,8

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.: variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
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	
2021 3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,8	1,0	4,3	0,5	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,7	1,0	1,4	0,3	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,8	3,1	1,5	14,4	0,8	6,0	6,9	
2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,3	3,4	4,1	1,2	7,1	1,0	8,2	7,1	
2022 mar.	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,8	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1	
apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,3	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0	
mag.	116,1	8,1	3,8	11,4	3,5	0,7	1,4	0,0	0,5	1,9	0,4	8,1	7,6	
giu.	117,0	8,6	3,7	12,5	3,4	0,8	1,3	1,4	0,5	3,4	-0,1	9,1	5,6	
lug.	117,1	8,9	4,0	12,6	3,7	0,7	1,4	0,4	0,8	0,3	0,5	9,3	5,9	
ago. ³⁾	117,8	9,1	4,3	.	3,8	0,5	1,2	0,7	0,7	0,0	0,3	.	.	

	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	
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5	
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	
2021 3° trim.	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6	
4° trim.	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7	
2022 1° trim.	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6	
2° trim.	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7	
2022 mar.	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7	
apr.	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7	
mag.	7,5	7,0	9,0	13,6	4,2	39,1	2,3	1,5	5,2	-0,1	5,9	1,8	
giu.	8,9	8,2	11,2	14,5	4,3	42,0	2,4	1,6	2,7	0,0	6,7	1,7	
lug.	9,8	9,4	11,1	14,3	4,5	39,6	2,6	1,8	3,7	-0,2	7,0	1,8	
ago. ³⁾	10,6	10,5	10,9	.	5,0	38,3	.	.	.	.	.	.

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)

in perc. del totale nel 2015	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residen- ziali ³⁾	Indicatore sperimen- tale dei prezzi degli immobili commer- ciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici			
			Industria manifattu- raria	Totale	Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non ali- mentari				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,0	0,8
2021 3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,0	1,5
4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,4	3,2
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	9,8	.
2° trim.	149,2	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,4	95,4	.	.	.
2022 feb.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	.	.	.
mar.	146,3	36,9	17,8	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	.	.	.
apr.	148,0	37,2	19,4	15,7	25,3	7,2	11,0	.	6,8	99,1	.	.	.
mag.	148,9	36,2	19,9	16,0	25,1	7,5	11,7	.	7,5	94,0	.	.	.
giu.	150,8	36,0	20,6	15,7	24,0	7,6	12,2	.	8,0	93,2	.	.	.
lug.	156,8	37,9	18,7	15,1	21,6	7,9	13,2	.	8,3	97,2	.	.	.

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)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investi- menti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,4	1,7	1,5	1,1	1,9	2,3	0,7	0,2	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,2	1,7	1,2	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,4	2,0	2,8	2,2	1,5	3,4	5,8	8,0	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 3° trim.	109,8	2,9	3,7	2,6	2,7	4,7	7,6	10,0	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
4° trim.	110,8	3,1	4,6	3,8	2,4	5,5	10,1	14,1	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 1° trim.	112,2	3,6	5,6	4,8	2,6	7,0	11,4	16,5	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	113,4	4,3	6,9	6,4	3,1	8,2	13,8	20,0	106,1	22,6	39,8	9,2	24,3	38,3	10,8
2022 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	37,4	43,1	32,6	40,4	45,7	35,0
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	30,9	42,0	22,0	32,6	41,7	23,7
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	19,8	39,5	4,9	22,0	38,3	6,6
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	113,7	17,4	38,0	1,6	18,5	35,0	2,8
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,9	12,2	31,6	-3,1	15,0	32,1	-1,2
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	97,4	16,3	30,7	4,2	16,1	26,6	5,1

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
2019	4,4	7,4	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 3° trim.	36,9	29,1	13,5	27,1	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
4° trim.	46,4	41,9	19,8	36,6	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	50,4	48,9	23,6	39,2	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2° trim.	54,9	56,2	28,3	48,8	71,6	84,0	78,0	74,8	64,4
2022 mar.	56,0	55,3	25,4	44,4	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
apr.	59,3	56,0	29,2	51,9	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
mag.	55,2	56,1	28,2	49,1	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6
giu.	50,1	56,4	27,6	45,4	74,8	80,0	77,9	70,9	63,2
lug.	45,3	55,0	26,9	41,5	75,9	74,8	74,7	67,9	62,1
ago.	43,7	53,3	26,2	38,3	77,0	71,7	72,5	65,9	59,9

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2019	106,9	2,4	2,6	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	0,9	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 3° trim.	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,1	1,3
4° trim.	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,4	1,6
2022 1° trim.	108,5	3,8	3,3	5,3	4,1	3,0	3,0
2° trim.	.	.	.	.	.	.	2,4

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		Per settore di attività									
	Totale (indice: 2015 =100)		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												
2019	105,4	1,9	-1,5	2,1	3,1	0,7	1,0	1,6	2,6	2,4	2,7	2,1
2020	109,9	4,3	-1,6	2,3	5,0	6,6	0,4	-0,2	1,5	4,8	6,0	14,7
2021	110,0	0,1	4,2	-3,1	2,3	-1,2	1,7	0,5	4,8	1,5	0,4	2,1
2021 3° trim.	110,2	1,8	4,5	-0,4	2,3	0,1	4,4	1,9	3,9	1,9	2,9	0,9
4° trim.	111,0	1,3	4,2	2,0	4,2	-0,5	1,1	2,4	3,9	2,0	1,2	-5,7
2022 1° trim.	112,2	2,0	3,6	4,0	2,7	-0,5	2,3	2,2	5,1	2,8	2,4	-4,2
2° trim.	112,4	3,1	5,3	3,4	5,1	2,3	1,3	3,4	6,0	3,8	2,9	-5,1
Redditi per occupato												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,7	3,3	2,3	2,4	2,7	2,3	3,4
2020	106,8	-0,6	0,3	-2,2	-1,6	-4,6	0,5	0,6	1,2	-0,1	2,3	-3,0
2021	111,0	3,9	3,3	4,2	4,5	6,2	3,9	2,9	5,3	4,3	1,7	4,6
2021 3° trim.	112,0	3,2	3,5	3,6	1,6	5,1	3,3	2,5	3,9	3,1	1,8	3,4
4° trim.	112,9	3,6	3,7	2,8	2,0	7,5	3,1	3,8	5,1	3,7	1,4	5,8
2022 1° trim.	114,1	4,4	3,6	4,2	4,0	7,9	2,3	3,3	5,7	4,6	2,6	8,9
2° trim.	114,7	4,6	3,7	4,1	3,9	8,3	1,6	3,9	6,0	5,8	2,5	7,6
Produttività del lavoro per occupato												
2019	101,9	0,3	4,0	-0,7	-1,7	1,0	2,3	0,7	-0,3	0,3	-0,4	1,3
2020	97,2	-4,7	2,0	-4,4	-6,3	-10,5	0,1	0,8	-0,3	-4,7	-3,5	-15,5
2021	100,9	3,9	-0,9	7,5	2,2	7,5	2,1	2,3	0,5	2,8	1,2	2,5
2021 3° trim.	101,7	1,4	-0,9	4,1	-0,7	4,9	-1,0	0,6	0,0	1,2	-1,0	2,5
4° trim.	101,7	2,2	-0,5	0,8	-2,1	8,1	2,0	1,4	1,2	1,7	0,3	12,2
2022 1° trim.	101,7	2,3	0,1	0,1	1,3	8,4	0,0	1,1	0,6	1,7	0,3	13,7
2° trim.	102,1	1,5	-1,5	0,7	-1,2	5,9	0,3	0,5	0,0	1,9	-0,4	13,4
Redditi per ora lavorata												
2019	107,5	2,4	3,2	2,1	1,6	2,1	3,4	1,8	2,3	3,0	2,5	3,8
2020	113,4	5,5	3,0	3,5	4,6	6,4	3,1	2,5	6,2	5,2	4,5	6,1
2021	113,7	0,3	0,6	-0,2	-0,2	0,5	1,6	1,0	1,2	0,4	0,5	0,7
2021 3° trim.	114,9	1,9	3,0	1,9	2,0	1,8	1,2	2,5	0,5	0,8	2,4	3,1
4° trim.	115,4	1,6	2,0	2,2	2,1	0,2	3,4	4,5	2,6	2,2	2,7	1,3
2022 1° trim.	115,7	1,3	3,0	3,4	2,9	-1,9	2,2	3,6	3,3	2,1	3,4	0,8
2° trim.	115,8	3,4	4,5	4,2	4,8	2,4	2,5	5,2	5,1	5,1	4,3	3,2
Produttività per ora lavorata												
2019	102,6	0,7	5,1	0,0	-1,5	1,4	2,5	0,4	-0,3	0,6	-0,2	1,4
2020	104,5	1,9	2,6	1,6	1,0	0,4	3,5	3,3	6,6	1,4	-1,0	-6,3
2021	104,4	-0,2	-2,3	2,6	-3,0	1,1	-0,3	0,3	-4,6	-1,5	-0,2	-2,1
2021 3° trim.	105,1	0,3	0,0	2,3	-0,2	2,1	-2,9	0,4	-2,4	-1,0	-0,5	2,7
4° trim.	104,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,5	0,6	2,1	1,6	-1,0	-0,2	1,4	5,7
2022 1° trim.	103,8	-1,0	0,3	-0,8	-0,1	-1,5	-0,2	1,5	-3,8	-0,5	0,8	3,6
2° trim.	103,9	0,3	-0,3	1,0	-0,7	0,6	1,0	2,0	-2,0	1,2	1,1	7,7

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 overnight (Eonia) ³⁾	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022 feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
mar.	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
apr.	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
mag.	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02
giu.	-0,58	-	-0,52	-0,24	0,16	0,85	1,97	-0,03
lug.	-0,51	-	-0,31	0,04	0,47	0,99	2,61	-0,02
ago.	-0,08	-	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

3) Il 3 gennaio 2022 lo European Money Markets Institute ha definitivamente dismesso l'Eonia.

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
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
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 feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
mar.	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
apr.	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
mag.	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47
giu.	-0,42	0,31	0,64	1,11	1,50	1,19	0,21	0,38	0,86	1,07	1,72	1,95
lug.	0,04	0,16	0,25	0,55	0,93	0,77	-0,30	0,09	0,27	0,44	1,05	1,44
ago.	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84

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	Petroli 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
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
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
2022 feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
mar.	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
apr.	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
mag.	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8
giu.	399,6	3.587,6	929,8	235,5	165,6	113,4	153,0	693,6	694,0	350,4	293,7	833,3	3.898,9	26.958,4
lug.	390,4	3.523,3	866,4	238,1	170,9	104,4	142,4	683,1	692,9	335,4	294,7	841,0	3.911,7	26.986,7
ago.	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7

Fonte: Refinitiv.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
ott.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,61	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
dic.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 gen.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
feb.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
mar.	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
apr.	0,01	0,47	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,38	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
mag.	0,01	0,47	0,20	0,64	4,80	15,84	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,05	1,78
giu.	0,01	0,47	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,68	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
lug. ^(p)	0,01	0,46	0,30	0,87	4,83	15,86	6,10	5,74	6,32	2,80	1,83	2,26	2,53	1,99	2,35	2,15

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	
2021 ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
dic.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 gen.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
feb.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
mar.	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
apr.	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
mag.	-0,04	-0,27	0,52	1,69	1,81	2,02	2,40	1,52	1,50	1,79	1,14	1,22	1,95	1,55
giu.	-0,04	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
lug. ^(p)	-0,01	0,04	1,19	1,74	1,89	2,43	2,75	1,68	1,86	2,13	1,39	1,77	2,08	1,77

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	1.499,1	429,0	141,7	54,5	96,5	832,0	718,4	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.419,6	428,4	142,1	53,4	87,7	761,4	671,7	387,3	138,6	79,5	25,9	31,8	137,3	104,6
2022 feb.	1.405,4	419,1	149,0	55,4	96,2	741,0	643,7	381,9	131,4	86,5	27,6	31,6	132,5	96,3
mar.	1.450,3	430,0	155,5	54,7	105,0	759,9	653,1	503,7	170,4	116,6	43,8	48,1	168,6	114,4
apr.	1.443,7	439,9	159,9	54,6	107,4	736,5	638,3	456,4	164,0	102,2	36,0	43,1	147,1	97,4
mag.	1.385,7	418,5	160,3	49,8	106,9	700,1	613,4	438,3	157,9	110,3	41,1	42,5	127,6	86,7
giu.	1.367,2	414,4	142,4	46,1	104,9	705,5	622,0	448,2	151,4	116,7	51,8	48,5	131,6	87,5
lug.	1.304,8	413,7	138,8	44,8	97,9	654,4	599,8	475,3	187,3	112,0	51,5	49,3	126,6	85,9
A lungo termine														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	19.439,5	4.079,5	3.285,1	1.331,4	1.541,9	10.533,0	9.752,1	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.109,4	4.174,7	3.603,3	1.388,3	1.598,5	10.732,8	9.912,4	316,3	66,2	83,0	32,5	23,3	143,8	130,4
2022 feb.	19.776,9	4.139,8	3.549,5	1.388,3	1.528,7	10.559,0	9.753,4	308,0	79,2	76,0	34,0	11,8	141,1	130,4
mar.	19.594,8	4.120,3	3.552,7	1.392,5	1.514,0	10.407,7	9.617,3	401,4	100,6	117,4	54,2	26,8	156,5	147,2
apr.	19.193,2	4.081,0	3.570,1	1.401,3	1.482,6	10.059,6	9.286,3	288,2	65,2	81,8	27,4	14,3	126,9	118,1
mag.	19.015,5	4.092,3	3.556,3	1.372,6	1.464,1	9.902,8	9.129,3	332,7	98,0	67,9	13,1	26,8	140,0	125,0
giu.	18.737,0	4.027,9	3.519,2	1.363,3	1.404,1	9.785,7	9.029,2	307,4	82,9	66,9	17,0	13,6	143,8	135,5
lug.	19.266,8	4.128,2	3.594,0	1.357,3	1.462,3	10.082,3	9.301,3	226,3	51,9	51,6	14,9	8,8	113,9	107,8

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie			
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale								
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	20.938,6	4.508,4	3.426,8	1.385,9	1.638,4	11.365,0	10.470,5	8.486,7	468,9	1.357,8	6.658,9	8.174,6	6.658,9	8.174,6
2021	21.528,9	4.603,1	3.745,4	1.441,8	1.686,2	11.494,2	10.584,0	10.343,6	609,3	1.558,7	8.174,6	6.658,9	8.174,6	6.658,9
2022 feb.	21.182,3	4.558,9	3.698,5	1.443,7	1.624,9	11.300,0	10.397,1	9.382,6	565,1	1.424,0	7.392,5	7.392,5	7.392,5	7.392,5
mar.	21.045,2	4.550,3	3.708,2	1.447,2	1.619,0	11.167,6	10.270,4	9.393,8	550,7	1.436,1	7.405,9	7.405,9	7.405,9	7.405,9
apr.	20.636,9	4.520,8	3.729,9	1.455,9	1.590,0	10.796,1	9.924,6	9.221,1	521,1	1.392,0	7.307,0	7.307,0	7.307,0	7.307,0
mag.	20.401,2	4.510,8	3.716,5	1.422,5	1.571,0	10.602,9	9.742,7	9.084,5	536,9	1.355,5	7.191,1	7.191,1	7.191,1	7.191,1
giu.	20.104,2	4.442,2	3.661,6	1.409,5	1.509,0	10.491,3	9.651,2	8.305,8	474,0	1.266,1	6.564,8	6.564,8	6.564,8	6.564,8
lug.	20.571,6	4.541,8	3.732,8	1.402,1	1.560,2	10.736,8	9.901,2	8.904,1	482,2	1.330,3	7.090,8	7.090,8	7.090,8	7.090,8
Tasso di crescita¹⁾														
2019	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 feb.	4,9	3,3	8,0	4,4	3,8	4,8	4,9	1,7	0,5	5,1	1,1	1,1	1,1	1,1
mar.	4,9	2,9	8,2	4,3	4,7	4,7	4,8	1,2	0,2	3,7	0,8	0,8	0,8	0,8
apr.	4,4	2,7	8,2	4,2	4,3	3,9	4,1	1,1	0,0	3,7	0,7	0,7	0,7	0,7
mag.	4,4	3,8	8,1	3,5	4,1	3,5	3,7	1,0	0,0	3,2	0,6	0,6	0,6	0,6
giu.	4,0	2,8	7,5	4,1	3,6	3,5	3,8	1,0	-0,7	3,2	0,7	0,7	0,7	0,7
lug.	3,3	2,3	6,8	3,0	2,1	2,8	3,3	0,9	-0,7	2,8	0,6	0,6	0,6	0,6

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	
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,1	115,4	92,4	
2020	99,6	93,5	94,1	89,4	76,9	87,7	119,4	93,9	
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,8	86,1	120,8	94,2	
2021 3° trim.	99,5	93,2	94,5	88,7	72,7	85,7	120,5	93,9	
4° trim.	97,7	91,8	93,4	86,5	71,8	84,3	119,1	92,7	
2022 1° trim.	96,4	91,4	94,7	84,6	70,6	83,1	118,6	92,6	
2° trim.	95,6	90,2	96,0	.	.	.	116,4	90,3	
2022 mar.	95,9	91,3	95,3	-	-	-	118,4	92,8	
apr.	95,2	89,9	95,2	-	-	-	116,4	90,4	
mag.	95,6	90,3	96,2	-	-	-	116,2	90,3	
giu.	95,9	90,5	96,6	-	-	-	116,5	90,3	
lug.	94,1	89,0	96,1	-	-	-	114,6	89,0	
ago.	93,6	88,7	96,3	-	-	-	114,1	88,7	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 ago.	-0,6	-0,4	0,3	-	-	-	-0,5	-0,3	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 ago.	-5,8	-4,7	2,1	-	-	-	-5,2	-5,5	

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 3° trim.	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
4° trim.	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 1° trim.	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2° trim.	7,043	7,539	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
2022 mar.	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
apr.	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
mag.	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
giu.	7,073	7,525	24,719	7,439	396,664	141,569	4,647	0,858	4,9444	10,601	1,024	1,057
lug.	6,854	7,519	24,594	7,443	404,098	139,174	4,768	0,850	4,9396	10,575	0,988	1,018
ago.	6,888	7,514	24,568	7,439	402,097	136,855	4,723	0,845	4,8943	10,502	0,969	1,013
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 ago.	0,5	-0,1	-0,1	0,0	-0,5	-1,7	-0,9	-0,5	-0,9	-0,7	-1,9	-0,5
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 ago.	-9,6	0,2	-3,5	0,0	14,3	5,9	3,4	-0,9	-0,6	2,8	-10,0	-14,0

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>												
2021 2° trim.	30.370,3	30.636,0	-265,7	11.452,5	9.464,6	12.014,7	14.001,3	-132,2	6.166,3	7.170,0	869,0	15.355,3
3° trim.	31.110,8	31.299,4	-188,6	11.679,4	9.453,6	12.221,4	14.320,8	-101,1	6.308,8	7.525,0	1.002,4	15.751,1
4° trim.	32.052,2	32.154,3	-102,1	11.830,2	9.718,7	12.838,5	14.644,5	-92,1	6.418,5	7.791,1	1.057,0	15.990,0
2022 1° trim.	32.080,1	32.085,7	-5,6	11.902,4	9.882,7	12.315,5	14.048,4	-55,9	6.815,3	8.154,5	1.102,8	16.415,9
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 1° trim.	255,2	255,2	0,0	94,7	78,6	98,0	111,7	-0,4	54,2	64,9	8,8	130,6
<i>Transazioni</i>												
2021 3° trim.	382,7	299,5	83,2	44,6	-62,3	126,2	70,2	24,1	64,7	291,6	123,1	-
4° trim.	168,9	141,7	27,2	-16,0	-68,6	140,6	22,4	44,6	-3,2	187,9	2,9	-
2022 1° trim.	364,4	350,5	13,9	48,4	22,5	-21,0	11,6	-5,3	342,7	316,4	-0,4	-
2° trim.	-55,9	-63,8	8,0	55,3	-14,5	-110,7	-159,1	0,1	-2,9	109,7	2,3	-
2022 gen.	262,0	232,9	29,1	53,5	54,7	48,3	-25,3	2,7	159,6	203,5	-2,1	-
feb.	114,8	114,8	0,0	13,7	-17,7	-26,4	6,8	-3,8	129,5	125,8	1,7	-
mar.	-12,3	2,8	-15,1	-18,8	-14,5	-43,0	30,1	-4,3	53,6	-12,9	0,1	-
apr.	-13,3	25,6	-39,0	48,5	18,7	-52,0	-64,7	12,8	-21,9	71,6	-0,7	-
mag.	17,6	4,4	13,1	26,1	-16,0	-45,2	-98,0	-2,7	38,2	118,5	1,2	-
giu.	-60,1	-93,9	33,8	-19,3	-17,2	-13,5	3,6	-9,9	-19,2	-80,3	1,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 giu.	860,2	727,9	132,3	132,3	-123,0	135,1	-54,8	63,5	401,3	905,7	128,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 giu.	6,7	5,7	1,0	1,0	-1,0	1,1	-0,4	0,5	3,1	7,1	1,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2		10	11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5			8	9				
Consistenze												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14.469,2
2021	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15.484,8
2021 3° trim.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.459,0	120,6	600,9	38,6	760,1	15.219,1
2021 4° trim.	1.464,8	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,6	12,1	788,2	15.484,8
2022 1° trim.	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15.668,6
2022 2° trim.	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15.849,7
2022 feb.	1.494,0	9.913,6	11.407,6	931,8	2.520,3	3.452,1	14.859,7	131,1	590,7	24,7	746,4	15.606,1
2022 mar.	1.525,0	9.938,9	11.463,9	936,3	2.519,9	3.456,2	14.920,2	123,0	593,2	32,2	748,4	15.668,6
2022 apr.	1.524,4	9.965,2	11.489,7	954,6	2.519,0	3.473,6	14.963,3	115,3	602,3	49,6	767,1	15.730,4
2022 mag.	1.528,7	10.007,6	11.536,2	935,3	2.524,7	3.460,0	14.996,2	124,2	600,2	43,7	788,2	15.764,4
2022 giu.	1.530,4	10.040,2	11.570,6	970,8	2.528,0	3.498,8	15.069,5	113,6	606,7	60,0	780,2	15.849,7
2022 lug. ^(p)	1.534,2	10.088,4	11.622,6	1.005,5	2.536,3	3.541,9	15.164,4	126,7	585,3	60,4	772,5	15.936,9
Transazioni												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,3	901,6	1.006,8	-118,5	67,2	-51,3	955,5	12,0	22,7	10,0	44,7	1.000,3
2021 3° trim.	25,1	254,5	279,6	-34,4	11,7	-22,6	257,0	5,7	-12,8	9,9	2,8	259,8
2021 4° trim.	21,2	190,9	212,1	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 1° trim.	60,2	134,5	194,7	12,1	9,9	22,0	216,7	5,1	-65,2	20,1	-40,0	176,7
2022 2° trim.	5,4	82,2	87,6	28,8	8,4	37,2	124,7	-10,7	13,3	24,8	27,4	152,2
2022 feb.	12,0	83,4	95,4	-13,1	7,6	-5,5	89,9	1,5	-24,5	-4,4	-27,4	62,5
2022 mar.	31,0	24,0	55,0	4,6	-0,9	3,7	58,7	-8,2	2,6	7,5	2,0	60,7
2022 apr.	-0,5	10,1	9,5	13,4	-0,6	12,8	22,3	-8,7	8,9	15,5	15,7	38,0
2022 mag.	4,2	47,9	52,2	-17,5	5,7	-11,7	40,4	9,3	-2,1	-5,4	1,8	42,2
2022 giu.	1,7	24,2	25,9	32,8	3,2	36,1	62,0	-11,2	6,5	14,7	9,9	71,9
2022 lug. ^(p)	3,7	37,7	41,4	31,2	8,2	39,4	80,8	12,1	-21,4	0,1	-9,2	71,6
Variazioni percentuali												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 3° trim.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
2021 4° trim.	7,7	10,1	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 1° trim.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2
2022 2° trim.	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7
2022 feb.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,1	-4,2	-9,3	-1,3	6,4
2022 mar.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,9	74,3	-0,2	6,2
2022 apr.	8,8	8,1	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,8	71,8	1,3	6,1
2022 mag.	8,4	7,8	7,9	-3,7	1,8	0,3	6,1	10,5	-2,2	16,5	0,6	5,8
2022 giu.	7,9	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	5,9	-2,8	-1,1	77,3	2,0	5,7
2022 lug. ^(p)	7,5	6,6	6,7	6,3	2,1	3,3	5,9	3,9	-5,3	37,5	-1,4	5,5

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Consistenze													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2021 3° trim.	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
4° trim.	3.244,4	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,9	228,4	551,6
2022 1° trim.	3.269,8	2.841,9	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
2° trim.	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
2022 feb.	3.265,6	2.842,6	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
mar.	3.269,8	2.841,9	287,3	129,8	10,8	8.189,8	5.480,1	358,0	2.350,6	1,1	1.272,4	230,5	555,7
apr.	3.278,5	2.841,6	297,9	129,5	9,6	8.202,8	5.495,4	357,2	2.349,3	1,0	1.282,3	224,4	566,1
mag.	3.280,8	2.853,7	286,3	130,3	10,4	8.235,3	5.524,4	354,5	2.355,6	0,7	1.275,9	231,1	568,7
giu.	3.296,4	2.851,5	303,1	130,5	11,2	8.243,9	5.532,0	353,2	2.358,0	0,6	1.305,4	230,1	576,8
lug. (p)	3.326,4	2.867,8	318,6	130,1	9,9	8.294,1	5.572,6	353,5	2.367,3	0,7	1.333,1	242,6	560,8
Transazioni													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,4	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,2	-65,1	77,5	-0,2	144,3	-8,2	48,2
2021 3° trim.	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	44,3	1,9	21,9
4° trim.	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 1° trim.	19,7	18,3	-3,9	1,1	4,2	100,3	98,5	-11,0	12,3	0,4	35,0	2,3	4,3
2° trim.	14,3	0,4	13,2	0,6	0,1	51,7	50,0	-5,6	7,8	-0,5	22,2	-0,6	21,0
2022 feb.	25,2	33,9	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,4	-3,8	8,5
mar.	-3,8	-6,5	2,4	1,2	-0,9	19,3	22,1	-2,8	-0,2	0,2	-3,3	-2,8	10,2
apr.	-0,1	-6,6	8,4	-0,5	-1,5	10,2	12,8	-1,5	-0,9	-0,2	0,5	-6,8	10,3
mag.	4,1	13,0	-10,6	0,9	0,9	34,4	30,7	-2,4	6,4	-0,3	-2,7	7,0	2,6
giu.	10,3	-6,0	15,4	0,2	0,7	7,1	6,5	-1,6	2,3	-0,1	24,3	-0,8	8,0
lug. (p)	25,6	13,5	14,0	-0,4	-1,4	46,7	37,4	0,0	9,2	0,1	21,4	11,6	-16,1
Variazioni percentuali													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2021 3° trim.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,0	-6,8	9,1
4° trim.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,1	-3,5	9,6
2022 1° trim.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
2° trim.	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
2022 feb.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,5	2,0	10,0
mar.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,3	2,6	27,6	13,4	5,7	12,7
apr.	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,8	2,2	8,1	12,3	-1,1	14,3
mag.	6,5	8,1	-4,4	-2,5	40,5	4,4	6,7	-13,2	2,4	-13,6	10,7	0,4	15,1
giu.	5,8	6,5	2,4	-1,2	23,1	4,1	6,1	-12,6	2,3	-15,9	12,0	2,8	16,1
lug. (p)	6,1	6,1	9,3	-1,0	16,5	4,2	6,2	-10,8	2,5	-5,1	11,7	5,8	11,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Consistenze												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0
2021 3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6
4° trim.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.813,8	12.341,5	12.726,4	4.863,8	6.372,5	943,7	161,5	1.583,3	889,0
2022 1° trim.	6.553,9	1.002,7	5.548,5	15.022,6	12.562,1	12.691,8	4.917,1	6.471,9	1.020,0	153,0	1.593,7	866,8
2° trim.	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,0	12.791,5	12.930,4	5.017,9	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,1	829,4
2022 feb.	6.562,2	996,5	5.563,0	14.946,5	12.507,7	12.656,5	4.885,9	6.444,2	1.007,4	170,2	1.560,3	878,5
mar.	6.553,9	1.002,7	5.548,5	15.022,6	12.562,1	12.691,8	4.917,1	6.471,9	1.020,0	153,0	1.593,7	866,8
apr.	6.526,0	1.004,2	5.497,0	15.072,0	12.631,8	12.780,0	4.943,8	6.491,5	1.035,7	160,8	1.600,8	839,5
mag.	6.507,2	999,8	5.482,6	15.112,1	12.704,9	12.842,3	4.974,3	6.522,2	1.045,2	163,3	1.556,8	850,4
giu.	6.513,6	1.002,0	5.487,5	15.182,0	12.791,5	12.930,4	5.017,9	6.555,0	1.054,2	164,3	1.561,1	829,4
lug. ^(p)	6.539,7	998,4	5.517,1	15.247,0	12.851,3	12.987,1	5.067,6	6.577,8	1.046,5	159,4	1.565,5	830,2
Transazioni												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	563,2	474,5	507,7	176,7	261,6	45,5	-9,4	79,4	9,3
2021 3° trim.	152,2	-4,7	156,9	130,5	116,5	119,5	40,3	65,7	17,5	-7,0	9,2	4,8
4° trim.	201,1	-1,1	202,0	228,9	174,9	225,4	98,5	60,5	-0,4	16,4	62,7	-8,7
2022 1° trim.	94,0	4,8	89,2	190,6	183,6	169,4	45,2	72,8	74,1	-8,5	23,6	-16,5
2° trim.	76,5	-0,7	77,2	206,9	231,1	249,6	96,9	87,0	35,8	11,3	-19,9	-4,3
2022 feb.	52,0	4,1	47,9	47,7	48,6	59,3	13,5	18,4	19,3	-2,6	2,7	-3,5
mar.	29,2	5,9	23,3	80,1	55,9	41,9	25,0	28,8	18,7	-16,6	36,0	-11,8
apr.	16,8	1,6	14,6	68,0	63,2	82,9	23,5	20,6	11,6	7,5	10,0	-5,1
mag.	21,5	-4,5	25,9	54,7	84,3	72,9	30,6	31,9	18,9	2,9	-42,2	12,6
giu.	38,2	2,2	36,7	84,2	83,7	93,8	42,9	34,6	5,3	0,9	12,3	-11,8
lug. ^(p)	-23,5	-3,7	-19,8	45,7	51,8	51,7	46,7	20,5	-9,9	-5,6	-4,7	-1,3
Variazioni percentuali												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2021 3° trim.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,7	4,3	5,7	-10,1	3,0	7,3
4° trim.	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,0	-4,5	5,3	1,1
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
2° trim.	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
2022 feb.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,9	4,4	8,2	11,1	4,5	-0,1
mar.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,5	-1,1	6,6	-1,7
apr.	9,6	0,4	11,4	4,7	4,8	5,3	4,5	4,3	10,1	3,7	7,5	-1,7
mag.	8,9	-0,2	10,7	4,8	5,2	5,7	5,0	4,4	12,0	2,4	4,8	-1,1
giu.	8,5	-0,2	10,1	5,2	5,8	6,2	5,9	4,6	13,6	8,0	5,0	-2,8
lug. ^(p)	7,0	-0,9	8,5	5,2	5,9	6,3	6,6	4,5	12,2	4,8	4,4	-2,7

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										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2021 3° trim.	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
4° trim.	4.863,8	4.994,8	888,7	1.006,4	2.968,6	6.372,5	6.635,8	698,2	4.970,9	703,5
2022 1° trim.	4.917,1	4.891,5	911,4	1.002,2	3.003,6	6.471,9	6.671,8	701,0	5.063,2	707,7
2° trim.	5.017,9	4.994,1	948,7	1.027,7	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
2022 feb.	4.885,9	4.858,5	899,5	998,8	2.987,6	6.444,2	6.643,9	701,0	5.036,3	706,9
mar.	4.917,1	4.891,5	911,4	1.002,2	3.003,6	6.471,9	6.671,8	701,0	5.063,2	707,7
apr.	4.943,8	4.922,3	924,0	1.012,0	3.007,8	6.491,5	6.697,1	702,8	5.082,1	706,6
mag.	4.974,3	4.944,7	934,5	1.016,1	3.023,6	6.522,2	6.725,0	705,6	5.109,7	706,9
giu.	5.017,9	4.994,1	948,7	1.027,7	3.041,5	6.555,0	6.745,8	707,4	5.140,2	707,5
lug. ^(p)	5.067,6	5.039,4	959,6	1.041,9	3.066,1	6.577,8	6.765,4	708,2	5.162,8	706,8
Transazioni										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,6	-1,3	2,8	175,2	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,0
2021 3° trim.	40,3	44,6	4,1	2,0	34,2	65,7	67,4	4,1	64,0	-2,3
4° trim.	98,5	127,6	55,9	37,1	5,5	60,5	71,0	6,5	55,7	-1,7
2022 1° trim.	45,2	53,7	18,8	-4,7	31,2	72,8	83,0	5,1	65,2	2,5
2° trim.	96,9	104,6	37,5	22,9	36,5	87,0	78,2	7,8	76,9	2,3
2022 feb.	13,5	13,2	8,7	-1,4	6,2	18,4	29,5	3,8	13,7	0,8
mar.	25,0	32,9	9,8	3,3	11,9	28,8	29,4	0,3	27,0	1,5
apr.	23,5	27,3	11,4	7,8	4,3	20,6	25,0	2,4	18,5	-0,3
mag.	30,6	22,8	12,2	4,6	13,8	31,9	29,6	3,2	28,1	0,5
giu.	42,9	54,6	13,9	10,6	18,4	34,6	23,6	2,2	30,3	2,0
lug. ^(p)	46,7	44,2	8,7	14,4	23,7	20,5	18,1	1,0	22,2	-2,6
Variazioni percentuali										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2021 3° trim.	1,7	2,1	-8,6	-3,5	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
4° trim.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,6	5,4	-0,6
2022 1° trim.	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
2° trim.	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
2022 feb.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
mar.	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
apr.	4,5	5,4	5,7	1,9	5,1	4,3	4,6	3,1	5,2	-0,2
mag.	5,0	6,0	7,2	4,6	4,5	4,4	4,6	3,4	5,3	-0,2
giu.	5,9	6,9	14,0	5,9	3,7	4,6	4,6	3,4	5,4	0,1
lug. ^(p)	6,6	7,7	15,4	7,5	3,8	4,5	4,5	3,3	5,3	-0,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Inclusive 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										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.889,8	1.838,8	37,1	1.998,1	3.015,9	1.363,8	441,9	118,8	136,8
2021 3° trim.	690,8	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,6	415,2	139,0	146,0
4° trim.	797,1	6.889,8	1.838,8	37,1	1.998,1	3.015,9	1.363,8	441,9	118,8	136,8
2022 1° trim.	740,4	6.875,1	1.847,5	35,8	1.986,0	3.005,8	1.359,4	348,2	153,0	164,4
2° trim.	757,6	6.803,7	1.848,1	31,6	2.005,7	2.918,3	1.302,5	412,9	159,3	157,3
2022 feb.	731,5	6.888,7	1.844,9	36,5	2.005,4	3.001,9	1.374,3	343,4	166,0	159,4
mar.	740,4	6.875,1	1.847,5	35,8	1.986,0	3.005,8	1.359,4	348,2	153,0	164,4
apr.	768,6	6.894,2	1.845,5	35,6	2.014,9	2.998,2	1.358,3	436,8	180,7	171,7
mag.	725,3	6.803,4	1.847,3	32,2	1.985,9	2.937,9	1.240,6	433,1	178,3	170,8
giu.	757,6	6.803,7	1.848,1	31,6	2.005,7	2.918,3	1.302,5	412,9	159,3	157,3
lug. ³⁾	735,1	6.848,8	1.837,1	31,2	1.998,4	2.982,1	1.316,2	417,9	169,7	159,1
Transazioni										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-36,1	-74,8	-5,0	-39,8	83,5	-120,5	-92,6	-11,3	-2,3
2021 3° trim.	10,8	0,6	-18,6	-1,5	8,2	12,5	-43,6	32,1	15,3	11,5
4° trim.	106,7	10,0	-13,5	-1,6	6,1	18,9	-71,3	25,9	-20,2	-9,2
2022 1° trim.	-53,2	-42,2	-21,6	-1,3	-28,7	9,3	-25,7	-177,6	34,0	34,7
2° trim.	17,1	29,8	-3,2	-4,1	-16,2	53,4	-70,3	-13,9	7,6	-7,1
2022 feb.	7,9	-21,1	-13,9	-0,3	-6,3	-0,7	-9,3	-41,1	0,5	0,7
mar.	8,4	-11,8	2,3	-0,7	-25,4	11,9	-14,4	-37,8	-12,9	5,0
apr.	28,1	26,9	-5,1	-0,2	1,5	30,6	-32,1	40,3	27,7	7,3
mag.	-43,3	-13,4	2,9	-3,4	-19,9	7,0	-72,4	-18,3	-1,1	-0,9
giu.	32,3	16,4	-1,1	-0,6	2,3	15,8	34,1	-35,9	-19,0	-13,5
lug. ³⁾	-22,4	-11,3	-12,9	-0,5	-16,4	18,4	-12,7	28,4	10,4	1,8
Variazioni percentuali										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2021 3° trim.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,4	3,8	-	-	-0,6	-0,9
4° trim.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-8,7	-1,7
2022 1° trim.	5,7	-0,7	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
2° trim.	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
2022 feb.	6,2	-0,6	-4,6	-11,9	-0,8	2,3	-	-	14,0	14,3
mar.	5,7	-0,7	-4,0	-13,1	-1,9	2,3	-	-	20,1	31,9
apr.	7,4	-0,1	-3,3	-13,3	-1,7	3,1	-	-	35,9	36,7
mag.	4,5	0,0	-3,1	-20,8	-1,8	3,5	-	-	34,5	36,4
giu.	12,0	0,0	-3,0	-21,3	-1,5	3,2	-	-	29,6	22,2
lug. ³⁾	7,6	-0,2	-3,3	-21,0	-2,7	3,9	-	-	28,0	24,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,7	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,6
2021	-5,1	-5,0	-0,1	0,0	-0,1	-3,6
2021 2° trim.	-6,8	.	.	.	.	-5,3
3° trim.	-6,1	.	.	.	.	-4,7
4° trim.	-5,1	.	.	.	.	-3,6
2022 1° trim.	-3,9	.	.	.	.	-2,4

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

6.2 Entrate e spese

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

	Entrate					Spese							
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 2° trim.	46,5	46,0	12,8	12,9	15,5	0,6	53,3	48,6	10,5	6,0	1,5	24,9	4,7
3° trim.	46,8	46,1	13,0	13,0	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
4° trim.	47,4	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2022 1° trim.	47,3	46,6	13,3	13,3	15,2	0,7	51,2	46,5	10,1	5,9	1,5	23,8	4,7

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 2° trim.	98,2	3,1	13,9	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,6	3,0	13,9	80,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	95,7	3,0	13,7	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 1° trim.	95,6	3,0	13,4	79,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,4	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 2° trim.	3,4	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,4	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
3° trim.	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
4° trim.	-1,7	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2022 1° trim.	-4,4	2,4	0,5	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,3	-7,3	4,5

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		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 2° trim.	14,5	13,1	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
3° trim.	14,6	13,2	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
4° trim.	14,2	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 1° trim.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
2022 feb.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
mar.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
apr.	14,3	13,1	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,5
mag.	14,5	13,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	0,0	0,5
giu.	14,7	13,4	4,8	1,3	0,3	8,0	1,6	1,0	-0,2	1,9	1,7	0,1	0,4
lug.	14,3	13,0	4,5	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,7	0,2	0,5

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico									
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7
2021 2° trim.	-6,5	-5,0	-4,3	-4,3	-11,0	-8,4	-8,2	-8,9	-6,4
3° trim.	-6,9	-4,3	-3,9	-3,1	-9,8	-7,8	-7,9	-8,0	-4,7
4° trim.	-5,5	-3,7	-2,4	-1,7	-7,4	-6,9	-6,4	-7,2	-1,7
2022 1° trim.	-5,5	-2,6	-1,7	-0,1	-5,0	-5,4	-5,0	-6,4	-0,1
Debito pubblico									
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6
2021 2° trim.	113,8	69,6	19,6	58,9	207,5	122,7	113,7	155,7	111,4
3° trim.	111,5	69,3	19,7	57,4	201,6	121,7	115,0	154,6	109,0
4° trim.	108,4	69,3	18,1	55,3	193,3	118,4	112,5	150,8	103,6
2022 1° trim.	107,9	68,2	17,6	53,1	189,3	117,7	114,4	152,6	104,9

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 2° trim.	-7,7	-5,4	-0,5	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,5	-5,0
3° trim.	-6,3	-3,5	-0,2	-8,0	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,9	-4,4
4° trim.	-7,3	-1,0	0,9	-7,9	-2,6	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,7
2022 1° trim.	-5,1	0,0	0,8	-8,0	-1,5	-3,9	-1,5	-4,1	-5,4	-2,0
Debito pubblico										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 2° trim.	43,2	44,6	26,1	58,8	54,5	86,4	135,3	80,1	61,1	74,5
3° trim.	43,5	45,1	25,3	56,3	52,8	84,5	130,6	79,7	61,2	73,8
4° trim.	44,8	44,3	24,3	56,4	52,4	83,0	127,4	74,7	63,1	72,3
2022 1° trim.	42,8	40,4	22,3	57,6	50,7	84,1	127,0	75,1	62,4	71,9

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2022

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 7 settembre 2022.

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-22-006-IT-N (online)