



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2021



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	9
2 Andamenti finanziari	19
3 Attività economica	26
4 Prezzi e costi	35
5 Moneta e credito	43
6 Andamenti della finanza pubblica	52
Riquadri	56
1 Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale	56
2 I mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito durante la ripresa successiva alla pandemia	64
3 Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro	69
4 Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio	77
5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 28 luglio al 2 novembre 2021	82
6 La comunicazione della BCE sulle prospettive economiche: un'analisi comparativa	89
7 Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro	95
8 Le politiche di bilancio nel 2022: implicazioni dei documenti programmatici di bilancio per il 2022	101
Articoli	106
1 Introduzione all'indagine della BCE presso gli analisti monetari	106
2 La comunicazione della BCE con il grande pubblico	132
Statistiche	S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Attività economica

L'economia mondiale si conferma su un percorso di ripresa, sebbene le persistenti strozzature dal lato dell'offerta, l'andamento crescente dei prezzi delle materie prime e la diffusione della variante Omicron del coronavirus (COVID-19) continuino a gravare sulle prospettive di crescita nel breve periodo. Le recenti indagini sull'attività economica indicano che all'inizio del quarto trimestre la dinamica della crescita si è confermata debole, soprattutto nel settore manifatturiero a causa delle citate strozzature dal lato dell'offerta, mentre il comparto dei servizi ha beneficiato della riapertura delle grandi economie. Rispetto all'esercizio precedente, le prospettive per l'espansione dell'economia mondiale contenute nelle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema sono state riviste al ribasso per il 2021, restano invariate per il 2022 e hanno segnato una correzione al rialzo per il 2023. La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe salire al 6,0 per cento nel 2021, per poi rallentare al 4,5 per cento nel 2022, al 3,9 per cento nel 2023 e al 3,7 per cento nel 2024. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe crescere dell'8,9 per cento nel 2021, del 4,0 per cento nel 2022, del 4,3 per cento nel 2023 e del 3,9 per cento nel 2024. Rispetto alle proiezioni precedenti, tuttavia, è stata rivista al ribasso per il 2021 e il 2022. Ciò riflette principalmente l'impatto avverso delle perduranti strozzature dal lato dell'offerta sulle importazioni mondiali. Tali strozzature dovrebbero iniziare ad attenuarsi a partire dal secondo trimestre del 2022 e riassorbirsi pienamente entro il 2023. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per il 2021 e il 2022, in un contesto caratterizzato dalla concomitanza dei rincari delle materie prime, delle strozzature dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda. Il futuro corso della pandemia continua a rappresentare il principale rischio per lo scenario di base delle proiezioni relative all'economia mondiale. Si ritiene che gli altri rischi per le prospettive di crescita siano orientati verso il basso, mentre la valutazione complessiva dei rischi per l'inflazione a livello mondiale risulta maggiormente incerta.

La ripresa dell'economia prosegue nell'area dell'euro. La crescita è in via di moderazione, ma nel corso di quest'anno dovrebbe tornare a segnare un vigoroso recupero. Secondo le previsioni, il perdurare della ripresa economica sarà determinato da una vigorosa domanda interna. Il mercato del lavoro sta registrando miglioramenti, con l'aumento del numero di occupati e la diminuzione dei beneficiari delle misure di integrazione salariale. Ciò sorregge la prospettiva di un incremento dei redditi e dei consumi delle famiglie. Questi ultimi saranno sospinti anche dai risparmi accumulati durante la pandemia. Nell'ultimo trimestre dello scorso anno

l'attività economica ha moderato il suo passo ed è probabile che tale crescita più lenta prosegua nella parte iniziale dell'anno corrente. Al momento ci si attende che il prodotto superi il livello precedente la pandemia nel primo trimestre del 2022. Per far fronte all'attuale ondata della pandemia, alcuni paesi dell'area dell'euro hanno reintrodotta misure di contenimento più stringenti. Ciò potrebbe ritardare la ripresa, soprattutto nei settori dei viaggi, del turismo, della ricettività e dell'intrattenimento. La pandemia pesa sulla fiducia dei consumatori e delle imprese e la diffusione di nuove varianti del virus accentua l'incertezza. In aggiunta, il rialzo dei costi dell'energia incide negativamente sui consumi. Le carenze di attrezzature, materiali e manodopera in alcuni comparti frenano la produzione dei beni manufatti, causando ritardi nelle costruzioni e rallentando la ripresa in alcuni segmenti del settore dei servizi. Tali strozzature permarranno per qualche tempo, ma dovrebbero attenuarsi nel corso del 2022.

Sebbene la crisi legata al COVID-19 abbia continuato a incidere pesantemente sulle finanze pubbliche nel 2021, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso dicembre mostrano che il saldo di bilancio è già in fase di miglioramento. Si stima che, dopo aver raggiunto un livello massimo pari al 7,2 per cento del PIL nel 2020, il rapporto disavanzo pubblico/PIL dovrebbe essere sceso al 5,9 per cento nel 2021 e ridursi ulteriormente al 3,2 per cento nel 2022, per poi stabilizzarsi appena al di sotto del 2 per cento entro la fine dell'orizzonte di previsione nel 2024. Tali miglioramenti sono ascrivibili a una combinazione di più elevati saldi primari corretti per gli effetti del ciclo e, soprattutto a partire dal 2022, di un contributo significativamente maggiore fornito dal ciclo economico. In termini di orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, a una forte espansione nel 2020 è seguito un irrigidimento solo marginale nel 2021 dopo le correzioni introdotte per accedere ai fondi del Next Generation EU (NGEU). Nel 2022 tale orientamento dovrebbe inasprirsi considerevolmente, sebbene in misura di gran lunga inferiore a quanto previsto in precedenza, soprattutto per effetto del riassorbimento di una parte significativa del sostegno di emergenza offerto durante la crisi. Secondo le proiezioni, l'irrigidimento caratterizzerà la restante parte dell'orizzonte di previsione, ma sarà di entità molto più contenuta, poiché nei prossimi anni permarranno in vigore significativi provvedimenti di sostegno all'economia. Misure di bilancio mirate e favorevoli alla crescita dovrebbero continuare ad affiancare la politica monetaria. Tale sostegno consentirà inoltre all'economia di adeguarsi ai cambiamenti strutturali in atto. Un'attuazione efficace del programma NGEU e del pacchetto "Pronti per il 55%" contribuirà a una ripresa più forte, più verde e più equa in tutti i paesi dell'area dell'euro.

Nel corso del 2022 la crescita dovrebbe segnare un forte recupero.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre prevedono una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,1 per cento nel 2021, al 4,2 per cento nel 2022, al 2,9 per cento nel 2023 e all'1,6 per cento nel 2024. Rispetto all'esercizio di settembre, le prospettive sono state riviste al ribasso per il 2022 e al rialzo per il 2023.

Inflazione

A novembre l'inflazione è ulteriormente salita al 4,9 per cento. Rimarrà oltre il 2 per cento per la maggior parte del 2022. Secondo le attese, l'inflazione dovrebbe rimanere su livelli elevati nel breve periodo, ma ridursi nel corso dell'anno. Il suo rialzo riflette principalmente il forte rincaro di carburante, gas ed elettricità.

Alla componente energetica è riconducibile oltre la metà dell'inflazione complessiva registrata a novembre. La domanda, inoltre, continua a eccedere l'offerta che, in alcuni settori, è limitata. Le conseguenze sono particolarmente evidenti nei prezzi dei beni durevoli e di quei servizi al consumo che hanno beneficiato delle recenti riaperture. Gli effetti base legati al venir meno della riduzione dell'IVA in Germania continuano a contribuire alla più elevata inflazione, ma soltanto sino alla fine del 2021. Vi è incertezza circa il tempo necessario alla risoluzione di tali aspetti. Nel corso del 2022, tuttavia, i prezzi dell'energia dovrebbero stabilizzarsi, l'andamento dei consumi normalizzarsi e le pressioni sui prezzi derivanti dalle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale attenuarsi. Nel tempo, il graduale ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva e gli ulteriori miglioramenti del mercato del lavoro dovrebbero sostenere una più rapida crescita salariale. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati e dalle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili dalla riunione di politica monetaria di ottobre, pur avvicinandosi complessivamente al 2 per cento negli ultimi mesi. Tali fattori contribuiranno al rialzo dell'inflazione di fondo e all'aumento di quella complessiva fino all'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento nel medio termine.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 indicano un tasso annuo di inflazione pari al 2,6 per cento nel 2021, al 3,2 per cento nel 2022 e all'1,8 per cento sia nel 2023 sia nel 2024, significativamente al di sopra di quanto indicato nell'esercizio di settembre.

Livelli superiori rispetto alle proiezioni di settembre sono stati previsti anche per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare, che in media toccherebbe l'1,4 per cento nel 2021, l'1,9 per cento nel 2022, l'1,7 per cento nel 2023 e l'1,8 per cento nel 2024.

Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi per le prospettive economiche siano sostanzialmente bilanciati. L'attività economica potrebbe superare le attese della

BCE se i consumatori, in un clima di maggiore fiducia, risparmiassero meno di quanto previsto. Per contro, il recente aggravarsi della pandemia, compresa la diffusione di nuove varianti, potrebbe frenare la crescita in modo più persistente.

L'evoluzione futura dei prezzi dell'energia e i tempi di risoluzione delle strozzature dal lato dell'offerta pongono rischi per la ripresa e per le prospettive di inflazione.

Se le pressioni sui prezzi si traducevano in aumenti salariali maggiori di quanto anticipato o se l'economia tornasse più rapidamente alla piena capacità produttiva, l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più alti.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono rimasti sostanzialmente stabili dalla riunione del Consiglio direttivo di ottobre.

Nel periodo in esame (dal 9 settembre al 15 dicembre 2021), i mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati prevalentemente influenzati dalle variazioni delle prospettive di inflazione e dalle rinnovate incertezze circa le ulteriori ripercussioni economiche connesse alla pandemia. Le notizie relative alla nuova variante Omicron hanno indotto volatilità, ma il forte impatto negativo iniziale, soprattutto sulle attività rischiose, si è in parte invertito verso la fine dell'intervallo in esame.

A ottobre 2021 la creazione di moneta nell'area dell'euro è leggermente aumentata, di riflesso alla maggiore incertezza collegata alla pandemia di COVID-19 e alle misure di sostegno.

Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema hanno continuato a essere la principale fonte di creazione di moneta. I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie si sono confermati su livelli storicamente bassi. Nel complesso, le condizioni di finanziamento per l'economia restano favorevoli. Il credito alle imprese è in parte trainato dal fabbisogno di finanziamento a breve termine derivante dalle strozzature dell'offerta che determinano un aumento delle spese per scorte e capitale circolante. Allo stesso tempo, la domanda di prestiti da parte delle imprese resta moderata a causa degli utili non distribuiti e delle abbondanti disponibilità liquide, nonché del debito elevato. I prestiti alle famiglie rimangono robusti, trainati dalla domanda di mutui. Le banche dell'area dell'euro hanno rafforzato ulteriormente i propri bilanci mediante l'aumento dei coefficienti patrimoniali e la riduzione dei crediti deteriorati. Attualmente la redditività delle banche è pari ai livelli precedenti la pandemia. Le loro condizioni di finanziamento restano nel complesso favorevoli.

In linea con la strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo conduce due volte all'anno una valutazione approfondita dell'interrelazione tra politica monetaria e stabilità finanziaria.

Un orientamento accomodante della politica monetaria favorisce la crescita, sostenendo i bilanci delle imprese e delle istituzioni finanziarie e prevenendo i rischi di frammentazione del mercato. Nel contempo, l'impatto della politica monetaria accomodante sui mercati immobiliari e su quelli finanziari richiede un attento monitoraggio, dato l'intensificarsi di alcune vulnerabilità a medio termine. La politica macroprudenziale, tuttavia, resta la prima linea di difesa per salvaguardare la stabilità finanziaria e affrontare le vulnerabilità nel medio periodo.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione di politica monetaria di dicembre il Consiglio direttivo ha ritenuto che i progressi compiuti nella ripresa economica e verso l'obiettivo di inflazione a medio termine della BCE consentano una riduzione graduale del ritmo degli acquisti di attività nei prossimi trimestri. Tuttavia, l'accomodamento monetario è ancora necessario affinché l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento nel medio termine. Alla luce dell'attuale incertezza, il Consiglio direttivo deve

mantenere flessibilità e restare aperto a tutte le opzioni nella conduzione della politica monetaria. In quest'ottica, il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni.

In primo luogo, nel primo trimestre del 2022 il Consiglio direttivo prevede di condurre gli acquisti netti di attività nell'ambito del Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) a un ritmo inferiore rispetto al trimestre precedente. Gli acquisti netti di attività nel quadro del PEPP saranno interrotti alla fine di marzo 2022.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di estendere l'orizzonte dei reinvestimenti nell'ambito del PEPP. Esso intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria.

In terzo luogo, la pandemia ha dimostrato che, in condizioni di tensione, la flessibilità nella configurazione e nella conduzione degli acquisti di attività ha contribuito a contrastare le disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria della BCE e a rendere più efficaci gli sforzi tesi a raggiungere l'obiettivo del Consiglio direttivo. Nell'ambito del mandato della BCE, in condizioni di tensione, la flessibilità rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi. In particolare, in caso di ulteriore frammentazione del mercato connessa alla pandemia, i reinvestimenti del PEPP potranno essere adeguati in maniera flessibile nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi in qualsiasi momento. Ciò potrebbe implicare, tra le altre cose, l'acquisto di obbligazioni emesse dalla Repubblica ellenica in aggiunta ai reinvestimenti al fine di scongiurare un'interruzione degli acquisti nel paese, che potrebbe compromettere la trasmissione della politica monetaria all'economia greca in un momento in cui quest'ultima procede nella ripresa dalle conseguenze della pandemia. Gli acquisti netti nell'ambito del PEPP potrebbero anche essere riavviati, se necessario, per contrastare gli shock negativi connessi alla pandemia.

In quarto luogo, in linea con una riduzione graduale degli acquisti di attività e per garantire che l'intonazione della politica monetaria rimanga coerente con lo stabilizzarsi dell'inflazione sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine fissato dalla BCE, il Consiglio direttivo ha stabilito un ritmo mensile degli acquisti netti, nel quadro del Programma di acquisto di attività (PAA), di 40 miliardi di euro nel secondo trimestre e di 30 miliardi nel terzo trimestre. A partire da ottobre 2022, gli acquisti netti nell'ambito del PAA saranno mantenuti a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei tassi di riferimento. Il Consiglio direttivo si attende che gli acquisti netti terminino poco prima che il Consiglio stesso inizi a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE.

Il Consiglio ha inoltre confermato le altre misure tese a rispettare il mandato di stabilità dei prezzi conferito alla Banca centrale europea, in particolare il livello dei tassi di interesse di riferimento della BCE e le indicazioni prospettiche (forward guidance) sul loro profilo futuro. Ciò è di importanza cruciale per mantenere il grado

adeguato di accomodamento che stabilizzi l'inflazione sull'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento nel medio termine.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della terza serie (OMRLT-III) non ostacoli l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Inoltre, esaminerà regolarmente la maniera in cui le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'intonazione della politica monetaria. Come annunciato, il Consiglio direttivo si attende che le condizioni specifiche delle OMRLT-III cessino di essere applicate a giugno del corrente anno. Valuterà inoltre l'adeguata calibrazione del sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, affinché la politica dei tassi di interesse negativi non limiti la capacità di intermediazione delle banche in un contesto di abbondante liquidità in eccesso.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, ove opportuno e in qualsiasi direzione, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo fissato dalla BCE del 2 per cento nel medio termine.

Contesto esterno

Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema indicano che la ripresa dell'economia continua a proseguire a livello mondiale, sebbene gli andamenti sfavorevoli connessi con le strozzature dal lato dell'offerta, con gli elevati prezzi delle materie prime e con l'emergere della variante Omicron del coronavirus (COVID-19) continuino a gravare sulle prospettive di crescita nel breve periodo. Le recenti indagini sull'attività economica indicano che all'inizio del quarto trimestre la dinamica della crescita si è confermata debole, soprattutto nel settore manifatturiero, per via delle strozzature dal lato dell'offerta, mentre il settore dei servizi ha beneficiato delle riaperture nelle grandi economie. Rispetto alle proiezioni precedenti, le prospettive per l'espansione dell'economia mondiale sono state riviste al ribasso per il 2021, confermate per il 2022 e corrette al rialzo per il 2023. Nel 2021 la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe salire al 6,0 per cento, per poi rallentare al 4,5 nel 2022, al 3,9 nel 2023 e al 3,7 nel 2024. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe segnare una crescita dell'8,9 per cento nel 2021, del 4,0 per cento nel 2022, del 4,3 per cento nel 2023 e del 3,9 per cento nel 2024. Nondimeno, rispetto alle proiezioni precedenti il dato è stato rivisto al ribasso sia per il 2021 che per il 2022, di riflesso all'impatto avverso sulle importazioni mondiali delle perduranti strozzature dal lato dell'offerta, che dovrebbero iniziare ad allentarsi a partire dal secondo trimestre del 2022, per riassorbirsi del tutto entro il 2023. I prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti al rialzo per il 2021 e per il 2022, a fronte della concomitanza del rincaro delle materie prime, delle strozzature dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda. Il futuro corso della pandemia continua a rappresentare il rischio principale per lo scenario di base delle proiezioni per l'economia mondiale. Si ritiene che gli altri rischi per le prospettive di crescita siano orientati verso il basso, mentre il quadro complessivo dei rischi per l'inflazione a livello mondiale è più incerto.

Attività economica e commercio a livello mondiale

Nel 2021 la ripresa dell'attività economica e dell'interscambio a livello mondiale è stata meno regolare di quanto atteso. Gli andamenti della pandemia hanno intaccato la fiducia dei consumatori, anche in assenza di misure di contenimento particolarmente restrittive. In tempi più recenti, l'emergere della variante Omicron ha fatto temere un'intensificazione della pandemia a livello mondiale, accrescendo così ulteriormente l'incertezza sulla sua evoluzione futura. Nel contempo, altri elementi sfavorevoli hanno gravato su attività e commercio, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi. Le tensioni nelle reti produttive mondiali si sono acuite nel corso del 2021, ripercuotendosi in particolare sulle grandi economie avanzate e sul settore manifatturiero (soprattutto nell'industria automobilistica). Le turbolenze nel mercato degli immobili residenziali in Cina e l'inasprimento della politica monetaria in alcune economie emergenti (EME) hanno ulteriormente contenuto la rapidità della ripresa. Infine, i rincari delle materie prime hanno determinato l'accumularsi di spinte inflazionistiche in tutto il mondo. Rispetto alle

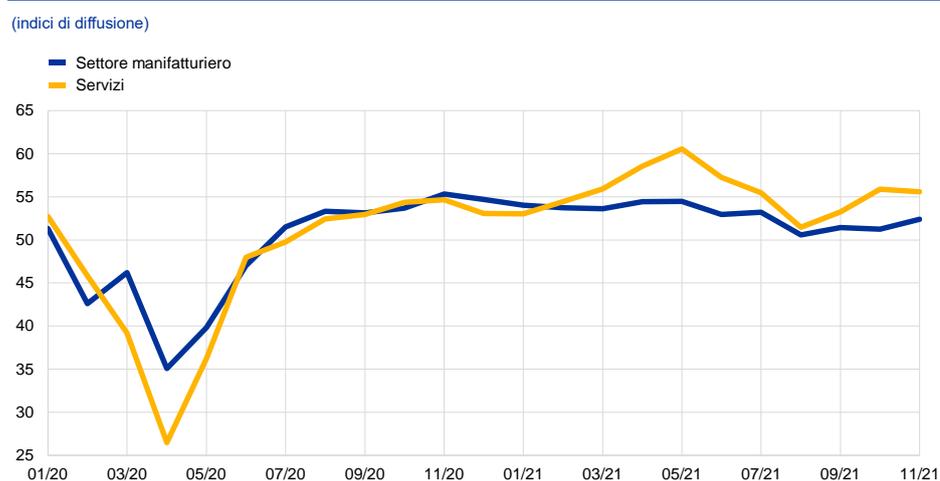
proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso settembre per il 2021 dagli esperti della BCE, nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali si è dimostrata deludente in molti paesi, fra cui gli Stati Uniti, la Cina e il Regno Unito. Il quadro mondiale è tuttavia influenzato dall'India, dove nel secondo trimestre dello scorso anno la forte recrudescenza dei contagi da COVID-19 ha provocato una brusca contrazione dell'attività economica, seguita da una ripresa con un profilo a "V" nel terzo trimestre, diversamente da numerose altre economie che in quel medesimo periodo stavano registrando nuovi picchi nel numero dei contagi. L'entità del calo e della successiva ripresa dell'attività in India comporta un incremento della crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) nel terzo e quarto trimestre. Questo dato, tuttavia, non trova riscontro negli andamenti osservati nelle altre grandi economie.

Gli indicatori ricavati dalle indagini confermano la debolezza dell'attività all'inizio del quarto trimestre del 2021, in un contesto caratterizzato da perduranti turbative dal lato dell'offerta.

La produzione industriale mondiale ha ristagnato ad agosto sulla scorta della perdurante carenza di microprocessori, con il settore automobilistico che ha subito un notevole rallentamento. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) di novembre conferma la debolezza della dinamica del settore manifatturiero, mentre il settore dei servizi è rimasto relativamente vigoroso, in ragione delle graduali riaperture nelle grandi economie. Nel complesso, gli ultimi dati dell'indagine PMI indicano una ripresa a due velocità nei vari settori all'inizio del quarto trimestre (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

Indice PMI mondiale relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) per settore



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021.

Le condizioni finanziarie mondiali sono rimaste stabili fino a quando le notizie sulla variante Omicron non hanno innescato un'ondata di vendite di attività rischiose e accresciuto la volatilità. Rispetto all'esercizio precedente, le condizioni finanziarie prese in esame nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 sono rimaste accomodanti e sostanzialmente

stabili. Tale stabilità riflette un costante aumento dei corsi azionari dovuto ai risultati positivi negli utili, i quali sono sostanzialmente compensati da aspettative crescenti circa un orientamento più restrittivo della politica monetaria a fronte dell'inflazione in crescita, nonché da una nuova impennata dei contagi da COVID-19 in Europa. In seguito alla comunicazione di novembre del Federal Open Market Committee (FOMC), i mercati finanziari hanno iniziato a scontare le attese di una più celere riduzione degli acquisti di attività e di un inasprimento anticipato e più marcato implicito nella curva dei contratti future sui Federal Fund. I timori legati all'azienda cinese di sviluppo immobiliare Evergrande sono rimasti perlopiù confinati ai mercati finanziari locali. I differenziali sui titoli sovrani e sulle obbligazioni societarie in altre economie emergenti sono rimasti sostanzialmente stabili. Dopo la data di ultimo aggiornamento per le proiezioni di dicembre, le notizie sulla variante Omicron hanno innescato un'ondata di vendite di attività rischiose, dando luogo a condizioni finanziarie più tese tra le economie avanzate e tra quelle emergenti. Dopo di allora, i mercati azionari mondiali hanno recuperato parte delle perdite che avevano registrato ed è proseguita la tendenza al rialzo della curva dei contratti future sui Federal Fund.

Sulle prospettive a breve termine per l'attività economica mondiale e per l'interscambio incideranno l'evoluzione della pandemia e i tempi di riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta.

L'andamento della pandemia si è intensificato in alcune regioni, in particolare in Europa, mentre in altre aree ha segnato un miglioramento. Una nuova intensificazione delle misure di contenimento potrebbe offuscare le prospettive a breve termine a livello mondiale e aumentare la dispersione della crescita nei vari paesi in misura significativa. Il commercio internazionale di beni continua a essere frenato dalle strozzature dal lato dell'offerta, a fronte di una domanda di beni a livello mondiale che si conferma vigorosa¹. Questa circostanza si riflette, ad esempio, nei volumi di produzione e trasporto dei semiconduttori, che si collocano ben al di sopra delle rispettive tendenze precedenti la pandemia. Le tensioni nelle reti produttive mondiali potrebbero di fatto risultare ulteriormente amplificate da un accumulo precauzionale di beni intermedi in alcuni settori, in ragione del fatto che le imprese cercano di costituire riserve per far fronte a eventuali carenze.

La crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe attestarsi al 6,0 per cento nel 2021, per poi subire una graduale moderazione nell'orizzonte di proiezione. Questo dato è lievemente più debole (di 0,3 punti percentuali) rispetto a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021. La correzione è riconducibile alla recrudescenza dei contagi da COVID-19, all'impatto avverso delle strozzature dal lato dell'offerta e alla flessione della crescita in Cina. Secondo le proiezioni, nel 2022 le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero continuare a gravare sull'attività nelle economie avanzate, sebbene con incidenza minore rispetto al commercio, in quanto i consumatori potrebbero sostituire i prodotti esteri indisponibili con prodotti nazionali. Inoltre, anche la progressiva rotazione della domanda dai beni nuovamente verso i servizi dovrebbe attenuare l'impatto delle strozzature sul

¹ Cfr. il riquadro 1 *Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale* in questo numero del Bollettino.

consumo di beni. In prospettiva, la crescita del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) dovrebbe raggiungere il 4,5 per cento nel 2022, per poi rallentare fino al 3,9 per cento nel 2023 e al 3,7 per cento nel 2024. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2021 dagli esperti della BCE, le proiezioni macroeconomiche indicano una crescita invariata nel 2022 e lievemente rivista al rialzo (di 0,2 punti percentuali) per il 2023. Sebbene alla fine del 2020 il PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) abbia superato il livello su cui si attestava prima della pandemia, nell'orizzonte di proiezione il dato dovrebbe rimanere lievemente al di sotto del suo sentiero di espansione precedente la crisi pandemica. Di fatto, mentre le economie avanzate e la Cina sono tornate sulle traiettorie che si osservavano prima della crisi, in altre economie emergenti la ripresa continua a evidenziare un certo ritardo e graverà sul livello dell'attività mondiale nei tempi a venire.

Negli Stati Uniti l'attività economica è in ripresa, dopo la crescita modesta del terzo trimestre ascrivibile alla recrudescenza dei contagi da COVID-19.

I dati sull'attività per il mese di ottobre hanno, in generale, evidenziato una ripresa, a indicare solide aspettative di crescita nel breve periodo. A partire da aprile la domanda dei consumatori si è spostata verso i servizi a scapito dei beni durevoli, penalizzati anch'essi da strozzature dal lato dell'offerta, in un contesto di domanda vigorosa. Nelle ultime settimane i tempi di attesa e i costi del trasporto marittimo tra Cina e Stati Uniti si sono ridotti. Nondimeno, i volumi delle scorte di beni durevoli rimangono al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, fattore che dovrebbe dare sostegno alla crescita una volta che le attuali strozzature si saranno pienamente riassorbite. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 6,8 per cento a novembre. I prezzi dei beni energetici hanno registrato un'accelerazione, portandosi al 33 per cento su base annua, mentre l'inflazione dei beni alimentari sui dodici mesi è aumentata ulteriormente, al 6,1 per cento. Al netto di queste due componenti, l'inflazione di fondo sui dodici mesi è salita al 4,9 per cento a novembre, dal 4,6 di ottobre. Le pressioni sui prezzi sono state più evidenti per i beni, in presenza di persistenti strozzature nella catena di approvvigionamento, mentre sono rimaste generalmente più contenute per i servizi. Nel complesso, le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere elevate nei mesi a venire e l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC dovrebbe iniziare a diminuire gradualmente dai livelli elevati attuali solo a partire dalla prima parte del 2022. Nel contempo, le pressioni salariali stanno aumentando, come indicato dall'indice del costo del lavoro, che nel terzo trimestre è cresciuto di circa il 4 per cento su base annua. Tale incremento è stato notevolmente più marcato, nonché generalizzato nei vari settori, se si fa un confronto con i dati rilevati nella precedente parte dell'anno.

In Cina l'attività ha subito un brusco rallentamento a causa della scarsità di beni energetici, delle turbolenze nel settore degli immobili residenziali e dei nuovi focolai di COVID-19.

Le indagini sul clima di fiducia dei consumatori hanno fornito segnali contrastanti riguardo ai consumi privati, mentre la produzione e gli investimenti potrebbero star risentendo delle strozzature dal lato dell'offerta. La domanda di beni energetici rimane elevata, benché recentemente siano emersi segnali di allentamento delle pressioni, in parte riconducibili alle politiche volte a sospendere l'offerta di carbone e all'utilizzo delle scorte nazionali nell'intento di

ridurre i prezzi del petrolio interni e garantire la sicurezza energetica. Sono proseguite le turbolenze nel settore degli immobili residenziali, in quanto l'azienda di sviluppo immobiliare Evergrande è stata dichiarata in stato di "insolvenza selettiva" (restricted default) da un'agenzia di rating. L'insolvenza era ampiamente attesa e fa seguito a quella di imprese più piccole. Evergrande aveva già intrapreso un processo di ristrutturazione amministrata, nell'ambito del quale esponenti del governo sono entrati nel comitato per la gestione dei rischi incaricato di vigilare sull'azienda, garantendone l'operatività e ristrutturando i debiti. Le autorità hanno adottato politiche di sostegno: a dicembre la banca centrale della Repubblica Popolare Cinese ha ridotto l'aliquota per la riserva obbligatoria delle banche e l'amministrazione centrale ha dato segnali di un orientamento più favorevole nei confronti del settore immobiliare. Questi interventi sul piano delle politiche mirano a gestire il rallentamento e a evitare una contrazione più marcata sia nel settore dell'edilizia residenziale, sia nell'economia in generale. A novembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 2,3 per cento, dall'1,5 di ottobre, in larga misura a causa di effetti base e dell'aumento dei prezzi del carburante e dei beni alimentari, in un contesto caratterizzato da turbative nei raccolti a causa di condizioni meteorologiche avverse.

In Giappone l'economia ha rallentato nel terzo trimestre a fronte delle strozzature dal lato dell'offerta e della recrudescenza dei contagi da COVID-19.

Ci si attende una ripresa dell'attività economica nel quarto trimestre, di riflesso al graduale allentamento delle misure di contenimento, ai progressi compiuti nella campagna vaccinale e al protrarsi del sostegno offerto dalle politiche. Questi fattori dovrebbero altresì dare sostegno a una più solida ripresa agli inizi del 2022. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC dovrebbe tornare in territorio positivo e aumentare ulteriormente nell'orizzonte temporale di proiezione, pur rimanendo al di sotto dell'obiettivo fissato dalla banca centrale.

Nel Regno Unito i dati più recenti indicano che l'attività rimane contenuta a seguito dei deboli risultati registrati nel terzo trimestre del 2021. L'effetto congiunto delle turbative lungo le catene di approvvigionamento e delle carenze di manodopera, sospinto dalla situazione a livello mondiale e dalla Brexit, ha determinato una moderazione della crescita, che nel terzo trimestre si è attestata all'1,3 per cento (in calo dal 5,5 per cento del trimestre precedente)². I consumi privati hanno continuato a trainare l'economia reale in concomitanza con l'ulteriore allentamento delle restrizioni dovute al COVID-19, mentre si è confermata la marcata debolezza degli investimenti. I fattori che hanno gravato sull'attività durante l'estate dovrebbero perdurare nel corso dei mesi a venire. Di conseguenza, ci si attende che nel Regno Unito l'attività economica torni sui livelli antecedenti la pandemia nel primo trimestre del 2022, lievemente più tardi rispetto a quanto ci si attendeva in precedenza. L'occupazione e la partecipazione alle forze di lavoro sono lentamente incrementate negli ultimi mesi, mentre i posti di lavoro disponibili sono aumentati notevolmente, contribuendo a un netto irrigidimento delle condizioni del mercato del lavoro. Questa tensione si deve sia a una minore disponibilità di lavoratori dell'UE, sia a un livello di partecipazione alle forze di lavoro da parte dei

² Cfr. il riquadro 2 *I mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito durante la ripresa successiva alla pandemia* in questo numero del Bollettino.

lavoratori nazionali che continua a essere più basso rispetto a prima della pandemia. Tali carenze appaiono particolarmente marcate in settori quali attività ricettive, costruzioni e settore alimentare. A ottobre l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita al 4,2 per cento, dal 3,1 di settembre. L'aumento dell'inflazione complessiva sui dodici mesi è stato trainato principalmente dai prezzi dei beni energetici e ha rispecchiato l'innalzamento del massimale applicato ai prezzi dell'energia per le famiglie, una misura regolamentare che è soggetta a revisione ogni aprile e ogni ottobre. Se da un lato l'inflazione di fondo rimane più contenuta, dall'altro le spinte inflazionistiche hanno iniziato ad ampliarsi e dovrebbero protrarsi nel breve periodo, principalmente in virtù delle turbative attualmente in atto lungo le catene di approvvigionamento e dei rincari dei beni energetici. L'inflazione dovrebbe raggiungere un picco ad aprile 2022 a causa della revisione programmata del massimale applicato ai prezzi dell'energia, che con tutta probabilità sarà consistente, in quanto integrerà i rincari dell'energia a partire dalla seconda metà del 2021.

Negli Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale l'attività è rimasta robusta nel terzo trimestre, ma si prevede una moderazione.

Tale moderazione riflette il marcato deterioramento della situazione epidemiologica e il perdurare delle strozzature dal lato dell'offerta. Ci si attende che i rincari dell'energia esercitino ulteriori pressioni sull'inflazione misurata sull'IPC, che nel 2022 dovrebbe raggiungere un punto di massimo per poi diminuire gradualmente nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione.

Nei grandi paesi esportatori di materie prime l'attività economica dipende dalla capacità di far fronte ai focolai di COVID-19 e dai margini di manovra disponibili per le politiche.

In Russia il numero di contagi da COVID-19, in forte crescita, ha portato a misure di contenimento più severe, mentre l'aumento della domanda di petrolio e gas a livello mondiale e il connesso miglioramento delle ragioni di scambio dovrebbero spingere l'attività economica. I prezzi dei beni alimentari e le pressioni dal lato della domanda dovrebbero mantenere l'inflazione su livelli elevati nel breve periodo, mentre nel medio periodo le proiezioni indicano un ritorno all'obiettivo della banca centrale. In Brasile l'attività economica è frenata da un orientamento più restrittivo della politica monetaria e da margini di bilancio limitati. L'inflazione misurata sull'IPC, che continua ad aumentare e ha recentemente raggiunto valori a due cifre, dovrebbe diminuire nell'orizzonte temporale di proiezione.

In Turchia l'attività economica ha subito un rallentamento, a fronte di un indebolimento della domanda interna.

Nel 2021 il contesto esterno favorevole ha rappresentato il fattore di crescita di maggior rilievo. L'inflazione è aumentata e dovrebbe rimanere a due cifre nell'orizzonte di previsione per effetto di un orientamento di politica monetaria eccessivamente espansivo che, nonostante gli interventi della banca centrale, ha portato la lira turca su minimi storici nei confronti del dollaro statunitense.

La crescita del commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) ha subito una moderazione nel 2021, di riflesso all'intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta.

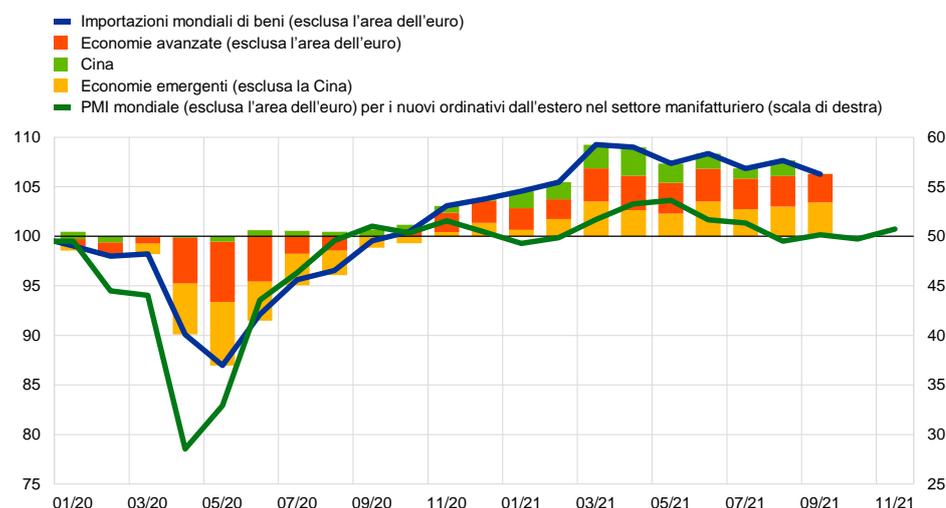
La forte ripresa del commercio mondiale che si è concretizzata dopo la riapertura dell'economia mondiale alla metà del 2020 ha iniziato ad attenuarsi nel

2021. L'interscambio mondiale di beni ha raggiunto un punto di massimo a marzo e da allora ha progressivamente decelerato, pur rimanendo ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico 2). I dati più recenti sull'interscambio di beni a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativi al terzo trimestre segnalano rischi al ribasso per le stime sul commercio mondiale, principalmente riconducibili al perdurare di strozzature dal lato dell'offerta che dilatano palesemente i tempi di consegna dei fornitori. Inoltre, la debolezza del settore della logistica incide più sul commercio che sulla produzione industriale, in quanto lo spostamento verso beni e fornitori nazionali contribuisce ad attutire le ricadute sulla produzione industriale. L'impatto della flessione dell'interscambio di merci sull'interscambio mondiale è lievemente attenuato dalla crescita degli scambi di servizi, che ha acquisito slancio dopo l'allentamento delle restrizioni ai viaggi internazionali.

Grafico 2

Importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro) e nuovi ordinativi dall'estero

(scala di sinistra: indice, dicembre 2019 = 100; scala di destra: indice di diffusione)



Fonti: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021 per i dati relativi al PMI e a settembre 2021 per le importazioni mondiali di beni.

Le tensioni che hanno interessato le reti produttive mondiali, comunemente denominate strozzature dal lato dell'offerta, sono un fenomeno sfaccettato.

Questo fenomeno riflette una combinazione di squilibri sia dal lato della domanda che dell'offerta, i quali determinano carenze di input intermedi che vengono percepite in particolar modo nelle grandi economie avanzate e nel settore manifatturiero (soprattutto nell'industria automobilistica)³. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, le strozzature dal lato dell'offerta dovrebbero interessare un numero più elevato di paesi e settori rispetto a quanto previsto nell'esercizio precedente. Secondo i dati delle indagini, tali strozzature si sono ulteriormente acuite negli ultimi mesi e ci si

³ Cfr. il riquadro 1 *Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale* in questo numero del Bollettino.

attende che inizino gradualmente ad attenuarsi a partire dal secondo trimestre del 2022, per poi riassorbirsi completamente entro il 2023.

Tali fattori gravano sulla domanda estera dell'area dell'euro che, rispetto all'esercizio precedente, è stata rivista al ribasso sia per il 2021 che per il 2022.

Il riassorbimento delle strozzature dal lato dell'offerta dovrebbe quindi determinare un certo rafforzamento della domanda estera dell'area dell'euro negli ultimi anni dell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le stime, la crescita della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe toccare l'8,9 per cento nel 2021 prima di scendere al 4,0 per cento nel 2022, al 4,3 nel 2023 e al 3,9 nel 2024. Il livello della domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe rimanere inizialmente al di sotto del livello indicato nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021, per poi convergere gradualmente, entro la fine dell'orizzonte temporale di proiezione, verso il livello stimato precedentemente. Il profilo previsto per le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro) è simile a quello della domanda estera dell'area dell'euro: si stima un aumento dell'11,1 per cento nel 2021, del 3,9 per cento nel 2022, del 4,4 nel 2023 e del 4,0 nel 2024.

I rischi per lo scenario di base a livello mondiale sono soprattutto legati al futuro corso della pandemia. Lo scenario di base riferito all'economia mondiale è integrato da due scenari pandemici alternativi, uno moderato e uno grave.

I parametri fondamentali di questi scenari sono l'evolvere della pandemia, il relativo profilo delle misure di contenimento e la campagna vaccinale. Lo scenario grave ipotizza che nelle economie emergenti i primi due parametri siano più avversi e la somministrazione dei vaccini più lenta rispetto alle economie avanzate⁴. Gli esiti relativi all'attività mondiale e alla domanda estera dell'area dell'euro che emergono dai due scenari pandemici alternativi sono sostanzialmente comparabili con quelli presentati nelle proiezioni degli esperti della BCE a settembre 2021. È probabile che l'emergere della variante Omicron porti a una maggiore volatilità nella crescita mondiale, ma in questa fase c'è molta incertezza su quale sarà il suo impatto nello specifico.

Nel complesso, gli altri rischi che gravano sulle prospettive di crescita a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro) sono orientati al ribasso. Un inasprimento della politica monetaria più imminente e rapido nelle grandi economie avanzate potrebbe avere effetti di propagazione sulle condizioni finanziarie nelle economie emergenti, rappresentando un rischio al ribasso per la crescita. In Cina, un rallentamento nel settore immobiliare più marcato di quello attualmente previsto comporterebbe rischi al ribasso per le prospettive dell'attività a livello mondiale. I rischi al rialzo per la crescita includono la possibilità che il pacchetto di bilancio statunitense presenti un moltiplicatore più elevato rispetto a quello attualmente ipotizzato e che nelle economie avanzate lo stock di risparmi in eccesso diminuisca più rapidamente del previsto.

⁴ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 5 delle [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

Andamenti dei prezzi a livello mondiale

Gli elevati prezzi dei beni energetici continuano a rappresentare un fattore avverso per l'economia mondiale.

Dopo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della Bce a settembre 2021, i prezzi dei beni energetici sono aumentati, a fronte di un incremento dei corsi petroliferi riconducibile sia alla ripresa della domanda, sia agli andamenti dal lato dell'offerta. La domanda di petrolio si è rafforzata in ragione del maggior numero di paesi che hanno riaperto le proprie economie e consentito, fra l'altro, i viaggi internazionali, innalzando così i livelli di mobilità. La domanda di petrolio è stata sostenuta anche dal rincaro del gas, che ha portato a una sostituzione con altre fonti energetiche, fra cui il petrolio. Anche fattori dal lato dell'offerta hanno contribuito all'aumento dei corsi petroliferi: l'OPEC+ non ha raggiunto i propri obiettivi di produzione e l'uragano Ida ha causato considerevoli interruzioni dell'offerta negli Stati Uniti. Alla fine di novembre i prezzi dei beni energetici hanno segnato una lieve moderazione, in presenza del brusco calo dei corsi petroliferi causato dall'emergere della variante Omicron, di riflesso al timore che una recrudescenza nei casi di COVID-19 possa gravare sulla domanda di petrolio a livello mondiale. I prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti nel periodo in esame. Tale andamento va ricondotto a un calo delle quotazioni dei metalli, sospinto da un marcato calo dei prezzi dei minerali ferrosi, in parte riconducibile al calo della domanda di acciaio dalla Cina. Per contro, i prezzi delle materie prime alimentari sono aumentati a causa delle condizioni tese nei mercati del caffè e del frumento.

I dati più recenti segnalano il proseguire delle spinte inflazionistiche.

Le tensioni nelle reti della logistica e della produzione a livello mondiale, nonché le frizioni sui mercati del lavoro nelle principali economie avanzate, segnalano perduranti spinte inflazionistiche, come segnala l'aumento dei prezzi alla produzione su scala mondiale⁵. L'inflazione misurata sull'IPC nelle economie avanzate è rimasta elevata e ben al di sopra della sua media storica degli ultimi vent'anni. È aumentata anche nelle economie emergenti, dove però gli andamenti sono stati più eterogenei e, in media, meno marcati. L'impatto degli effetti base positivi derivanti da livelli dei prezzi che sono stati compressi durante il culmine delle misure di chiusura adottate nel 2020 a causa della pandemia è stato considerevole per le economie avanzate, come mostra la differenza nei tassi di inflazione calcolati su 12 e 24 mesi, mentre nelle economie emergenti tale effetto appare meno pronunciato. In prospettiva, ci si attende che l'aumento dell'inflazione mondiale misurata sull'IPC sia più persistente di quanto previsto, e che registri una graduale moderazione solo nel corso del 2022. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 5,2 per cento a ottobre dal 4,6 di settembre (cfr. il grafico 3). Questo netto incremento è stato sospinto dall'impennata dell'inflazione dei beni energetici, che ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi quarant'anni (24,2 per cento), con gli effetti base annuali che hanno continuato ad avere un peso. Nei paesi dell'OCSE anche

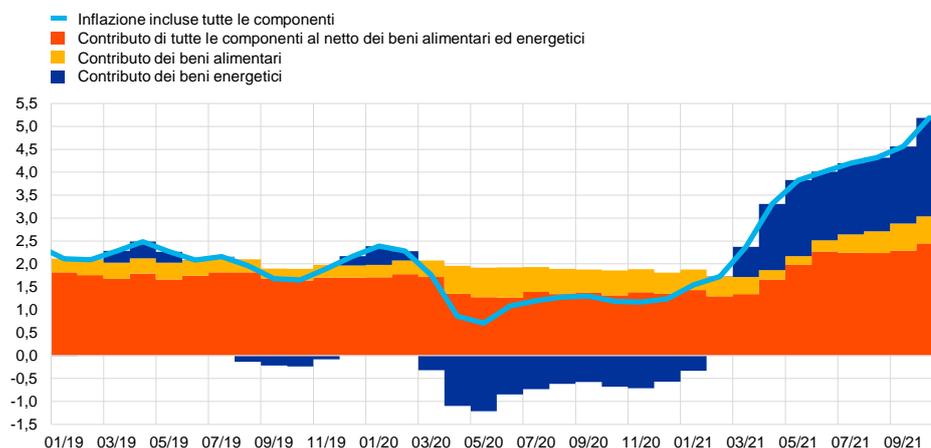
⁵ Cfr. il riquadro 2 *I mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito durante la ripresa successiva alla pandemia* in questo numero del Bollettino.

l'inflazione di fondo misurata sull'IPC è aumentata in ottobre, portandosi al 3,5 per cento dal 3,2 per cento di settembre.

Grafico 3

Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

Le spinte inflazionistiche dovrebbero rimanere elevate fino alla metà del 2022, per poi normalizzarsi al venir meno delle determinanti sottostanti. Sebbene i fattori che sospingono le spinte inflazionistiche, quali le strozzature dal lato dell'offerta e la carenza di manodopera, si stiano dimostrando meno transitori di quanto previsto a settembre 2021 nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE, si ipotizza che a partire dalla metà del 2022 essi inizino a riassorbirsi. L'atteso aumento su scala mondiale dell'inflazione complessiva si rifletterà in un aumento dei prezzi delle esportazioni dei paesi concorrenti dell'area dell'euro nell'orizzonte temporale di proiezione. Tale incremento è in larga misura riconducibile ai rincari delle materie prime a livello mondiale, che riflettono in parte gli effetti base derivanti dallo shock pandemico della primavera del 2020.

2 Andamenti finanziari

Nel periodo in esame (dal 9 settembre al 15 dicembre 2021), i mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati influenzati prevalentemente dalle variazioni delle prospettive riguardanti l'inflazione e dalla rinnovata incertezza circa le ulteriori ripercussioni economiche dovute alla pandemia di coronavirus (COVID-19). In particolare, le informazioni sulla nuova variante Omicron hanno indotto una significativa volatilità all'interno del periodo, ma il forte impatto iniziale, soprattutto sulle attività rischiose, si è in parte invertito verso la fine dell'intervallo in esame. Il segmento a breve della curva a termine del tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) è aumentato sensibilmente fino alla fine di ottobre, per poi scendere lievemente, segnalando nel complesso una significativa rivalutazione da parte degli operatori di mercato, rispetto all'inizio del periodo in esame, della possibilità di un innalzamento anticipato dei tassi di interesse. In linea con i tassi a breve termine, anche quelli a lungo termine sugli overnight index swap (OIS) privi di rischio hanno seguito un andamento irregolare, segnando un complessivo aumento di lieve entità. I differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS si sono marginalmente ampliati in alcune giurisdizioni e lievemente ridotti in altre, in un contesto caratterizzato da volatilità all'interno del periodo. A livello mondiale i mercati azionari hanno registrato progressi fino alla fine di novembre, sostenuti da un'intensa stagione di utili, per poi subire la peggiore battuta d'arresto mai registrata in oltre un anno, a fronte di un brusco deterioramento della propensione al rischio. Nel periodo in esame i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono lievemente ampliati, pur confermandosi sostanzialmente invariati nel complesso. L'euro si è deprezzato rispetto alla maggior parte delle principali valute.

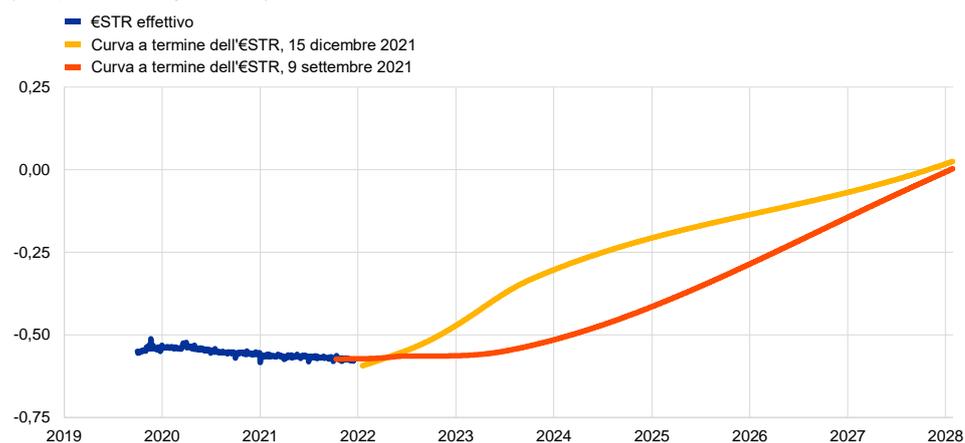
Nel periodo in esame il tasso di riferimento €STR si è collocato in media a -57 punti base. La liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 26 miliardi di euro, raggiungendo circa 4.430 miliardi, soprattutto per effetto degli acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché del ricorso a 97,57 miliardi erogati nell'ambito della nona operazione della terza serie delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). Al contempo, l'aumento della liquidità in eccesso è stato considerevolmente ridotto per effetto di rimborsi anticipati, pari a 79,24 miliardi di euro, dei fondi presi in prestito nell'ambito delle precedenti operazioni OMRLT-III e di un calo netto di altre attività per circa 246 miliardi di euro nel periodo in esame. Tale calo è stato determinato soprattutto da un aumento di circa 201 miliardi di euro delle passività dell'Eurosistema denominate in euro verso non residenti nell'area dell'euro nell'intervallo in esame.

Il segmento a breve della curva a termine dell'€STR si è sensibilmente spostato verso l'alto rispetto alla riunione del Consiglio direttivo di settembre, indicando una significativa rivalutazione delle aspettative di rialzo dei tassi da

parte degli operatori di mercato (cfr. il grafico 4)⁶. Il segmento a breve della curva a termine dell'€STR si è mosso verso l'alto nella prima metà del periodo in esame, in un contesto di crescenti misure di compensazione dell'inflazione basate sul mercato e di più solide aspettative di un inasprimento della politica monetaria a livello mondiale. Nella seconda metà del periodo in esame, la curva si è spostata verso il basso in seguito alle comunicazioni di politica monetaria rilasciate dopo la riunione del Consiglio direttivo di ottobre e in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi dei timori legati alla pandemia. Nel complesso, la data del rialzo del tasso di riferimento implicita nei mercati finanziari, definita come il momento in cui la curva a termine dell'€STR supera il livello attuale di quest'ultimo aumentato di 10 punti base, si è spostata in avanti di circa un anno, alla fine di dicembre 2022. Tuttavia, l'andamento atteso del tasso di riferimento e i tempi relativi al rialzo sono stati caratterizzati da un elevato livello di incertezza, come riflesso dall'accentuata volatilità dei mercati monetari.

Grafico 4 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

I rendimenti medi dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro hanno continuato a seguire da vicino gli andamenti dei tassi privi di rischio, collocandosi su livelli lievemente superiori alla fine dell'intervallo in esame, in presenza di una certa volatilità all'interno del periodo (cfr. il grafico 5).

Nel contesto di un miglioramento delle prospettive economiche a medio termine a livello mondiale, i rendimenti dei titoli sovrani a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati tra l'inizio di settembre e la fine di ottobre. Successivamente, tuttavia, questi sono diminuiti a seguito delle comunicazioni della banca centrale e riflettendo la percezione di rischi al ribasso per le prospettive economiche, in un contesto caratterizzato dai timori per l'impatto di nuove restrizioni legate al coronavirus, alimentati in particolare dalle notizie sulla variante Omicron. Nel complesso, sia il

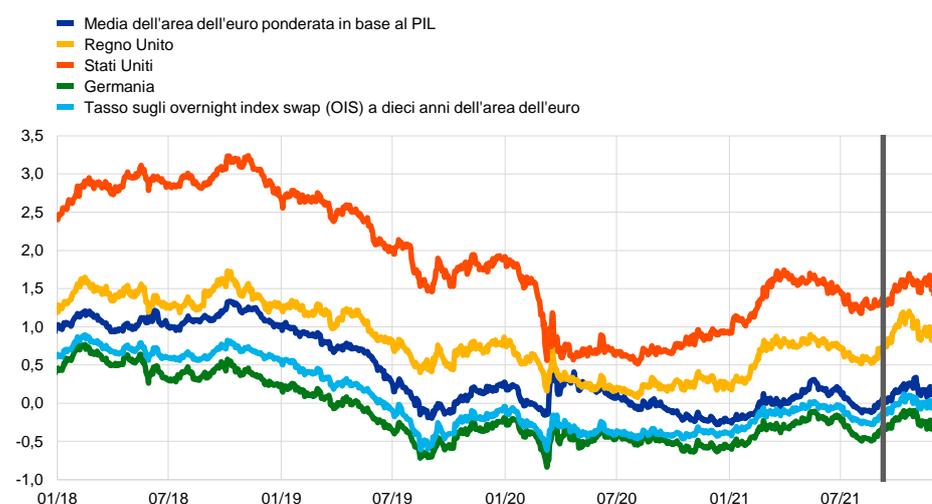
⁶ Da ora in poi sarà riportata la curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR anziché quella del tasso OIS basato sull'Eonia. Questa modifica viene effettuata perché l'Eonia è stato dismesso il 3 gennaio 2022 in quanto non più conforme alla normativa sul tasso di riferimento. Le due curve a termine sono automaticamente collegate in quanto, dal 2 ottobre 2019, l'Eonia è stato calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Cfr. il riquadro *Addio Eonia, benvenuto €STR!* nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sia il tasso OIS a dieci anni privo di rischio basato sull'€STR sono aumentati di quasi 10 punti base, portandosi rispettivamente allo 0,06 e al -0,07 per cento. Andamenti molto simili si sono registrati negli Stati Uniti, dove il rendimento dei titoli di Stato decennali è inizialmente salito, per poi invertire in parte tale tendenza e attestarsi all'1,46 per cento alla fine del periodo in esame, con un aumento di 16 punti base.

Grafico 5

Rendimento dei titoli di Stato decennali e tasso OIS 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 settembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 15 dicembre 2021.

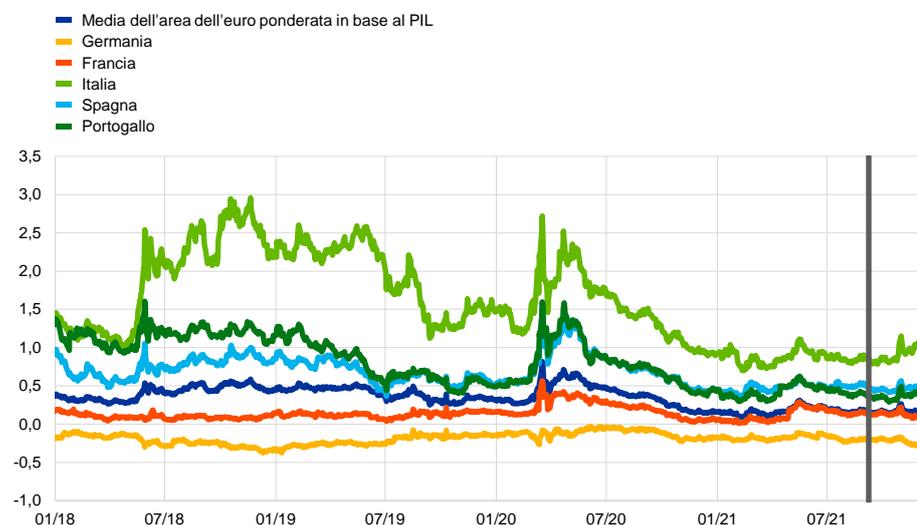
I differenziali a lungo termine fra i titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi OIS si sono ampliati in alcune giurisdizioni e si sono lievemente ridotti in altre, in un contesto caratterizzato dalla crescente incertezza (cfr. il grafico 6).

Nell'ultima settimana di ottobre i mercati dei titoli di Stato hanno mostrato aumenti significativi, sebbene temporanei, dei differenziali (ad esempio 32 punti base in Italia, 18 punti base in Portogallo e 14 punti base in Spagna). A partire da novembre i differenziali sui titoli di Stato a lungo termine sono lievemente diminuiti in Germania e Francia, collocandosi complessivamente su un livello inferiore di circa 10 punti base, sospinti dall'elevata domanda di obbligazioni sicure in un contesto di scarsa liquidità sui mercati del debito sovrano ed evidenziando, in qualche misura, un andamento tipico di fine anno. Nel complesso, i differenziali sono rimasti relativamente stabili in Portogallo e Spagna, ma in Italia sono aumentati di circa 15 punti base nel periodo in esame.

Grafico 6

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale è calcolato sottraendo il tasso OIS a dieci anni basato sull'€STR dal rendimento del titolo di Stato decennale. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (9 settembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 15 dicembre 2021.

Sostenuti da una stagione positiva per gli utili societari, i mercati azionari mondiali hanno continuato la loro espansione nella prima parte del periodo in esame, cui è seguita una netta flessione in seguito alle notizie sulla recente scoperta della variante Omicron (cfr. il grafico 7). Per gran parte del periodo in

esame, l'evoluzione generalmente positiva dei corsi azionari dell'area dell'euro, che al 25 novembre erano aumentati complessivamente del 2 per cento, è stata sostenuta da solide attese di crescita degli utili. A partire dalla fine di novembre, tuttavia, l'incertezza circa la rapida diffusione della variante Omicron e il suo impatto sull'economia mondiale ha interrotto il protrarsi del forte rialzo dei corsi azionari su entrambe le sponde dell'Atlantico e i prezzi sono diminuiti bruscamente, rispecchiando in larga misura l'aumento del premio per il rischio azionario. L'impatto sui mercati di questa nuova variante del coronavirus, potenzialmente a più rapida diffusione, è stato maggiore nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. Le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro hanno mostrato un lieve calo, dell'1,1 per cento, mentre sono aumentate del 3,0 per cento negli Stati Uniti. I prezzi delle azioni bancarie statunitensi hanno registrato un aumento del 3 per cento, mentre nell'area dell'euro sono saliti di appena lo 0,2 per cento.

Grafico 7

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

(indice: 1° gennaio 2018 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (9 settembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 15 dicembre 2021.

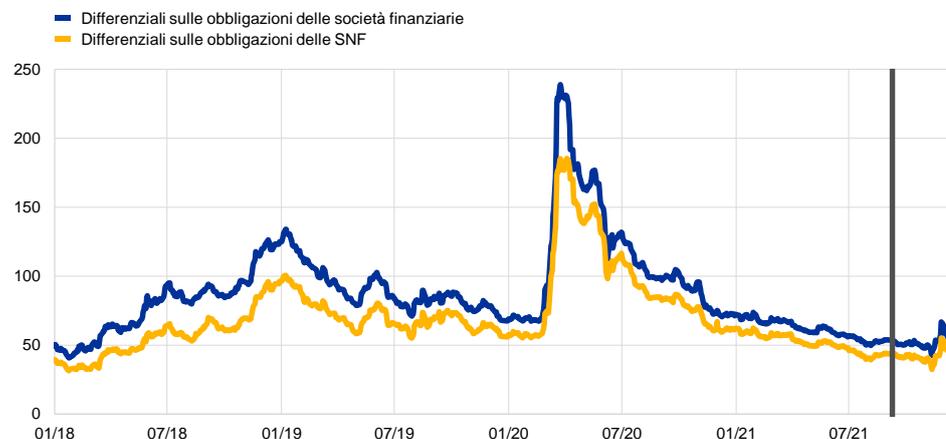
Di riflesso agli andamenti delle quotazioni azionarie, i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono lievemente ampliati in seguito alle notizie sulla variante Omicron e hanno successivamente evidenziato una certa volatilità (cfr. il grafico 8).

Nel complesso del periodo in esame, i differenziali dei rendimenti delle obbligazioni delle SNF di tipo investment grade e quelli dei rendimenti obbligazionari del settore finanziario (rispetto al tasso privo di rischio) sono rimasti sostanzialmente invariati. In un'ottica di più lungo periodo, il protrarsi di una tendenza al ribasso negli ultimi mesi è ascrivibile in larga misura ai premi in eccesso per il rischio obbligazionario, ossia alla componente dei differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro che non può essere ricondotta a fattori economici, creditizi o collegati all'incertezza.

Grafico 8

Differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro

(punti base)



Fonti: indici Markit iBoxx ed elaborazioni della BCE.

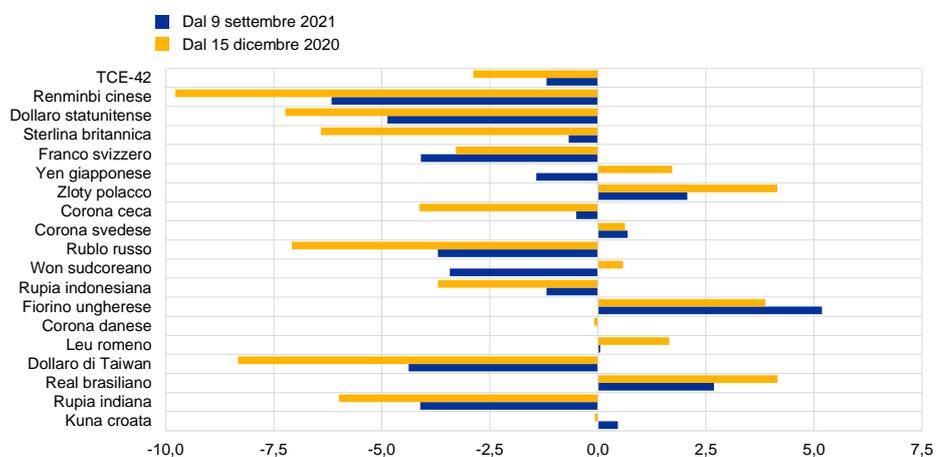
Note: i differenziali sono calcolati come differenza fra i tassi asset swap e il tasso privo di rischio. Gli indici comprendono obbligazioni con scadenze differenti (ad almeno un anno dalla scadenza) e con rating "investment grade". La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (9 settembre 2021). L'ultima osservazione si riferisce al 15 dicembre 2021.

Sui mercati dei cambi, l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 9), riflettendo un indebolimento generalizzato nei confronti del dollaro statunitense, in particolare, e di gran parte delle altre principali valute. Nel 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 dell'1,2 per cento. L'euro si è notevolmente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (del 4,9 per cento), in seguito all'ampliamento del differenziale sulle aspettative in merito ai tassi di interesse a breve termine tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti, sospinto da una maggiore rapidità della ripresa dell'attività economica e dall'aumento dell'inflazione negli Stati Uniti, nonché dall'andamento della politica monetaria nel paese. L'euro si è indebolito anche nei confronti di altre importanti valute, tra cui il renminbi cinese (del 6,2 per cento), il franco svizzero (del 4,1 per cento), lo yen giapponese (dell'1,4 per cento) e la sterlina britannica (dello 0,7 per cento). Nello stesso periodo, si è invece rafforzato nei confronti delle divise di diversi Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, tra cui il fiorino ungherese (del 5,2 per cento) e lo zloty polacco (del 2,1 per cento).

Grafico 9

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 indica 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 15 dicembre 2021.

3 Attività economica

La ripresa dell'area dell'euro è proseguita nel terzo trimestre del 2021, con un ulteriore rafforzamento dell'attività che si è avvicinata al livello del prodotto antecedente la crisi. I consumi privati sono stati la principale determinante della crescita nel terzo trimestre, con un ulteriore modesto contributo dell'interscambio netto. Un ulteriore sostanziale aumento dell'attività nel settore dei servizi ha fornito un contributo importante, in particolare nei segmenti dell'ospitalità e del tempo libero che hanno tratto beneficio dal progressivo allentamento delle restrizioni nel corso dell'estate. Nel contempo, l'industria e il settore delle costruzioni hanno fornito un contributo negativo alla crescita complessiva, in un contesto di crescenti carenze dal lato dell'offerta nel corso dei mesi estivi.

Si stima che le interruzioni dell'offerta, i rincari dell'energia e le ulteriori restrizioni, legate alla recrudescenza della pandemia in alcuni paesi dell'area dell'euro, abbiano pesato sull'attività nell'ultimo trimestre dell'anno. È probabile che l'impennata dei tassi di contagio da coronavirus (COVID-19) da fine novembre, la reintroduzione di misure di contenimento in diversi paesi dell'area dell'euro e i crescenti timori circa la variante Omicron gravino ulteriormente sul clima di fiducia e sull'attività nel breve periodo.

Nonostante le interruzioni e le incertezze a breve termine, le basi della ripresa in atto nell'area dell'euro non sono compromesse. Le prospettive a medio termine continuano a prevedere un ulteriore rafforzamento della domanda interna, unitamente a un miglioramento del mercato del lavoro, a un rafforzamento della crescita mondiale e al perdurante sostegno fornito dalla politica monetaria e di bilancio nella transizione verso una crescita che si autoalimenta. Tale valutazione trova sostanziale riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, che prefigurano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 5,1 per cento nel 2021, al 4,2 per cento nel 2022, al 2,9 per cento nel 2023 e all'1,6 per cento nel 2024, con un ritorno ai livelli trimestrali dell'attività precedenti la pandemia entro il primo trimestre del 2022. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre condotto dagli esperti della BCE, le prospettive per l'attività economica sono state riviste al ribasso per il 2022, principalmente a causa del recente intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale e dell'inasprimento delle restrizioni legate alla pandemia in alcuni paesi dell'area dell'euro. Nel medio periodo, tuttavia, il venir meno di tali fattori sfavorevoli dovrebbe determinare una forte revisione al rialzo della crescita nel 2023 e, a seguire, una crescita sempre più in grado di autoalimentarsi.

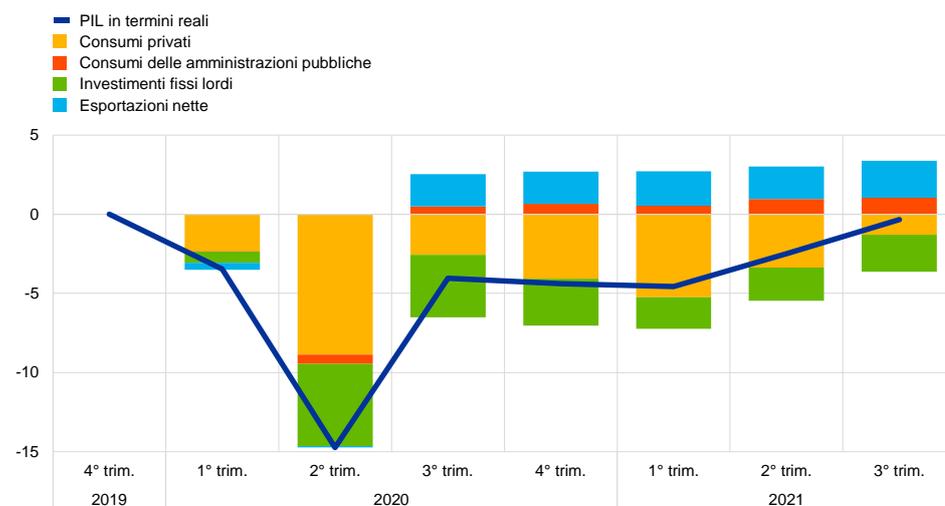
Nel complesso, i rischi per le prospettive di crescita del PIL nell'area dell'euro sono ritenuti sostanzialmente bilanciati. Da un lato, la crescita potrebbe registrare risultati inferiori se il recente peggioramento della pandemia e la diffusione di nuove varianti comportassero un freno più persistente alla crescita. Dall'altro, ci si potrebbe attendere una ripresa più rapida se l'aumento dei risparmi accumulati dalle famiglie a causa della pandemia si esaurisse più rapidamente, o se le attuali strozzature dal lato dell'offerta si attenuassero più in fretta di quanto attualmente previsto.

Nel terzo trimestre del 2021 l'attività economica dell'area dell'euro è cresciuta di un ulteriore 2,2 per cento, confermando che a metà anno era in atto una forte ripresa, nonostante l'intensificarsi delle interruzioni nelle catene produttive. Dopo la recessione tecnica all'inizio del 2021, la crescita del PIL in termini reali è stata robusta nel secondo e terzo trimestre, aumentando a un tasso del 2,2 per cento sul periodo corrispondente in entrambi i trimestri, con il progressivo allentamento delle misure di contenimento della pandemia. Il risultato è sostanzialmente in linea con il profilo previsto nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a settembre 2021: l'attività trimestrale è inferiore di appena lo 0,3 per cento rispetto al livello precedente la pandemia, osservato alla fine del 2019 (cfr. il grafico 10). La crescita del terzo trimestre ha continuato a essere sospinta in larga misura da una forte ripresa dei consumi privati, con un ulteriore modesto contributo positivo dell'interscambio netto. Dopo aver presentato una forte evidenza nel secondo trimestre, gli investimenti si sono contratti nel terzo, in particolare nel segmento dei macchinari e delle attrezzature. Anche le scorte hanno fornito un modesto contributo negativo alla crescita complessiva.

Grafico 10

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le strozzature lungo la filiera produttiva hanno continuato a frenare il prodotto del settore manifatturiero nel quarto trimestre (cfr. il grafico 11).

Dal secondo trimestre la carenza di materiali, attrezzature e spazio è aumentata toccando livelli senza precedenti, con diffuse strozzature nell'offerta di semiconduttori, materiali metallici e plastici, unitamente al protrarsi delle interruzioni dei trasporti. Le carenze sono state particolarmente gravi nel settore industriale, limitando la crescita fino ad appena lo 0,1 per cento sul trimestre precedente nell'industria al netto delle costruzioni e contribuendo in misura significativa a una contrazione dello 0,6 per cento nel settore delle costruzioni nel terzo trimestre⁷. Per contro, i servizi a

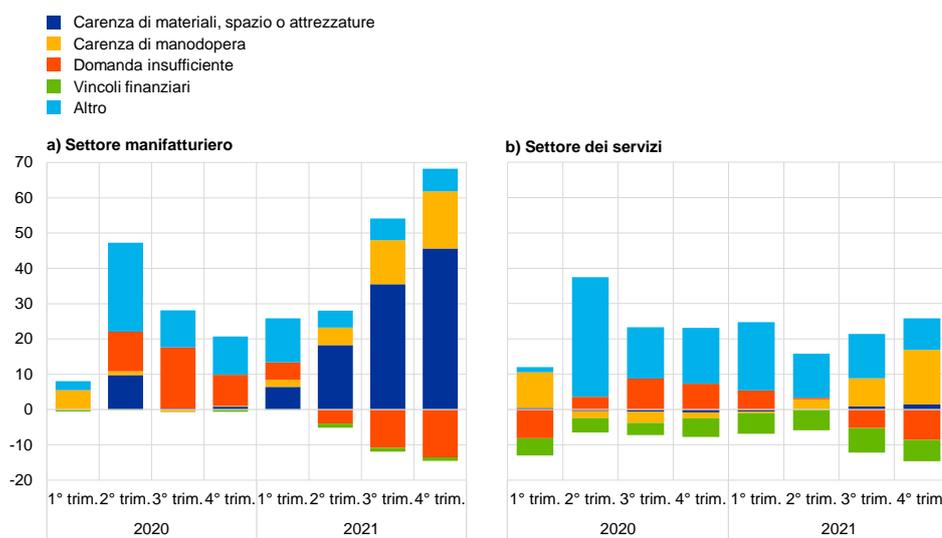
⁷ Cfr. il riquadro *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

maggiore intensità di contatto con il pubblico hanno registrato una forte crescita, sostenuta dal perdurante allentamento delle misure di contenimento e dagli elevati livelli di fiducia dei consumatori⁸.

Grafico 11

Fattori che limitano l'attività nell'area dell'euro

(percentuale degli intervistati; differenza rispetto alla media di lungo periodo)



Fonte: Commissione europea.

Note: la media di lungo termine è calcolata per il periodo tra il 2003 e il 2019. Le indagini trimestrali sono condotte nel primo mese del trimestre. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 (ottobre).

Si stima che la crescita del PIL dell'area dell'euro sia diminuita notevolmente nel quarto trimestre, in un contesto di elevati livelli di incertezza nel breve periodo.

Se da un lato ci si attendeva una normalizzazione dei tassi di crescita dopo la forte ripresa osservata durante l'estate, dall'altro è probabile che l'attuale rallentamento sia amplificato dagli effetti combinati dell'intensificarsi delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento, dei bruschi rincari dei beni energetici, di un nuovo aumento dei tassi di contagio da COVID-19 e di ulteriori timori legati alla variante Omicron. La media dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per ottobre e novembre è stata inferiore rispetto alla media del terzo trimestre (da 58,4 a 54,8), pur continuando a segnalare una crescita. Il calo è stato generalizzato, ma lievemente più marcato nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è lievemente peggiorato a novembre, ma la media per i primi due mesi del quarto trimestre è rimasta in linea con la media del terzo trimestre. È importante notare, tuttavia, che le ultime indagini sul PMI e sull'ESI sono state in larga misura concluse prima dei recenti forti aumenti dei casi di COVID-19 e la successiva reintroduzione di restrizioni all'attività in alcuni paesi dell'area dell'euro, oltre a essere state condotte prima che in Europa fossero individuati i primi casi della variante Omicron. Il clima di

⁸ Nel terzo trimestre il settore del commercio, dei trasporti e dell'ospitalità è cresciuto di quasi il 7 per cento sul periodo precedente, mentre il settore delle attività artistiche e ricreative è cresciuto del 12 per cento. Tuttavia entrambi i settori erano ancora, in certa misura, distanti dai livelli di attività antecedenti la pandemia.

fiducia dei consumatori era già diminuito, da livelli elevati, nei primi due mesi del quarto trimestre, a seguito della recrudescenza della pandemia e dei forti rincari dell'energia, che hanno limitato il potere d'acquisto delle famiglie. L'indagine trimestrale presso le imprese condotta dalla Commissione europea segnala, per il quarto trimestre, un aumento della carenza di materiali e, in misura crescente, di manodopera rispetto al terzo trimestre (cfr. il grafico 11). È probabile che tali carenze limitino l'attività a breve termine attraverso il commercio e gli investimenti in misura maggiore di quanto prospettato in precedenza. Se da un lato l'incertezza a breve termine circa l'entità e la durata di tali sfide rimane elevata, dall'altro ci si attende che i nuovi progressi nelle campagne vaccinali, gli effetti di apprendimento dalle precedenti ondate della pandemia, il perdurare di condizioni favorevoli della domanda e dei prestiti alle imprese⁹ e il sostegno diretto alle famiglie per compensare gran parte del recente aumento dei prezzi dell'energia limitino l'impatto delle dinamiche negative sull'attività dell'ultimo periodo.

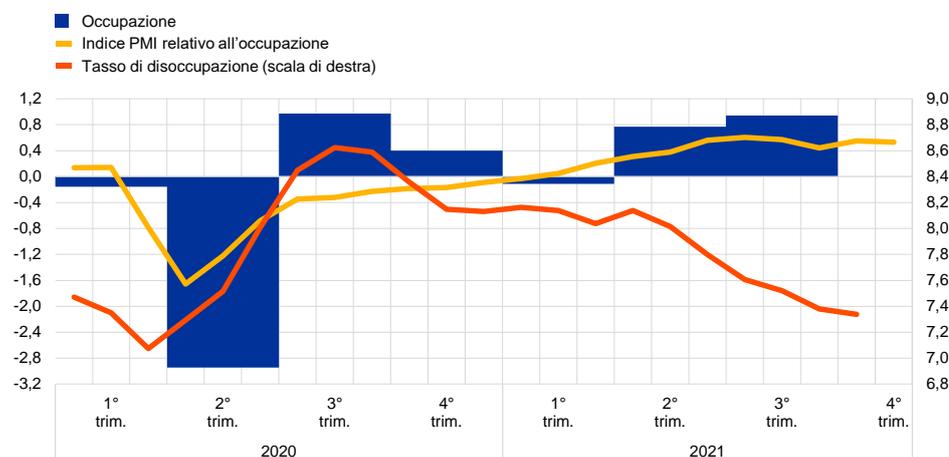
Il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha continuato a migliorare nel terzo trimestre del 2021. La domanda di lavoro è ulteriormente aumentata nel terzo trimestre del 2021, come evidenziato dai più elevati tassi di posti vacanti. Nel medesimo periodo, l'occupazione ha registrato una crescita sul trimestre precedente pari allo 0,9 per cento (cfr. il grafico 12). Sebbene si tratti del secondo incremento trimestrale più elevato dal 1999, l'occupazione si è mantenuta su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello precedente la pandemia. Il tasso di disoccupazione è sceso ulteriormente, collocandosi al 7,3 per cento a novembre, benché ancora in parte sostenuto dai lavoratori che beneficiano di misure di integrazione salariale. Si stima che tali lavoratori rappresentassero il 2,0 per cento delle forze di lavoro alla fine del terzo trimestre del 2021, una quota che è scesa all'1,8 per cento a ottobre. Rispetto alla media del 6,3 per cento nei primi cinque mesi dell'anno, si tratta di un calo sostanziale che riflette l'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia. Inoltre, le forze di lavoro hanno continuato ad aumentare e nel terzo trimestre del 2021 hanno segnato una ripresa costante fino a raggiungere un livello di appena lo 0,5 per cento inferiore rispetto a quello precedente la pandemia.

⁹ Cfr. anche il riquadro *Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Grafico 12

Occupazione, indice 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 della forza di lavoro)



Fonti: Eurostat, Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice PMI relativo all'occupazione e il tasso di disoccupazione sono riportati su base mensile, mentre l'occupazione è riportata su base trimestrale. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 per l'occupazione, a novembre 2021 per l'indice PMI e a ottobre 2021 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo segnalano un ulteriore rafforzamento del mercato del lavoro.

L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione, che include industria e servizi, è lievemente sceso, collocandosi a 55,3 a novembre dal 55,5 di ottobre, ma permane ben al di sopra del livello soglia, pari a 50, indicando un'espansione dell'occupazione. L'indice PMI relativo all'occupazione ha segnato una piena ripresa dal minimo storico toccato ad aprile 2020 ed è ancora prossimo al livello di luglio 2021, il più elevato mai registrato da marzo 2000.

I consumi privati hanno continuato la ripresa nel terzo trimestre, trainati dai consumi dei servizi.

Nel terzo trimestre del 2021 i consumi privati sono aumentati del 4,1 per cento sul trimestre precedente. Nello stesso periodo, tuttavia, il commercio al dettaglio è aumentato soltanto dello 0,8 per cento. La forza dei consumi aggregati e la debolezza dei consumi di beni indicano che la ripresa è stata determinata principalmente dai servizi a maggiore intensità di contatti, in linea con il forte recupero segnato dalle attività turistiche nei mesi estivi. Per contro, la dinamica più moderata del consumo di beni si è protratta all'inizio del quarto trimestre, come mostrano i dati di ottobre sul commercio al dettaglio (0,2 per cento sul mese precedente) e sulle immatricolazioni di autovetture (-3,1 per cento sul mese precedente).

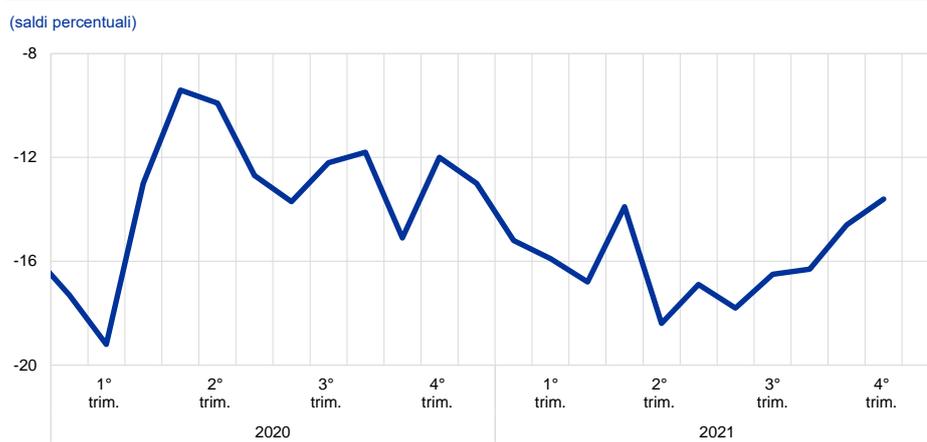
I nuovi rischi legati alla pandemia continuano a destare preoccupazione per le famiglie.

A novembre il clima di fiducia fra i consumatori è sceso a -6,8, il livello più basso da aprile 2021. Il calo sembra riflettere i crescenti timori per il recente andamento della pandemia. A partire dall'estate, gli intervistati nell'ambito dell'indagine mensile che la Commissione europea svolge presso i consumatori sono diventati sempre più incerti circa la propria situazione finanziaria futura (cfr. il grafico 13). Con l'ulteriore deterioramento delle notizie relative alla pandemia a novembre e dicembre, i dati mensili sul clima di fiducia dei consumatori potrebbero

ancora sottostimare la situazione attuale. Ci si attende che gli andamenti negativi legati alla pandemia nei mesi invernali gravino sui consumi dei servizi a maggiore intensità di contatti nei prossimi trimestri.

Grafico 13

Incertezza tra le famiglie dell'area dell'euro circa la propria situazione finanziaria futura



Fonte: Commissione europea.

Note: a partire dalla primavera del 2019 l'indagine mensile che la Commissione europea svolge presso i consumatori ha incluso un'ulteriore domanda in cui viene chiesto esplicitamente alle famiglie con quale facilità sono in grado di prevedere la propria situazione finanziaria futura. L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2021.

Gli investimenti delle imprese (in attività diverse dalle costruzioni) hanno subito una flessione nel terzo trimestre del 2021, nonostante la forte domanda di beni di investimento. Nel terzo trimestre del 2021 gli investimenti in attività diverse dalle costruzioni nell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda¹⁰) sono diminuiti dello 0,6 per cento sul periodo corrispondente, compensando un'espansione nel trimestre precedente e rimanendo lievemente al di sotto rispetto al livello antecedente la pandemia, osservato nell'ultimo trimestre del 2019. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, gli investimenti in attività diverse dalle costruzioni sono aumentati in Italia e Spagna, mentre sono diminuiti in Germania e nei Paesi Bassi, permanendo sostanzialmente invariati in Francia. Per quanto riguarda le componenti degli investimenti in attività diverse dalle costruzioni, gli investimenti in mezzi di trasporto si sono fortemente contratti nell'area dell'euro per il terzo trimestre consecutivo, principalmente a causa della carenza di input dovuta alle perduranti strozzature lungo le catene di approvvigionamento¹¹. Per contro, gli investimenti in attrezzature diverse dai mezzi di trasporto e in prodotti di proprietà intellettuale hanno continuato a espandersi. Gli indicatori di breve periodo per il quarto trimestre del 2021 segnalano il perdurare di una forte domanda di beni di investimento, unitamente alla carenza registrata di attrezzature e manodopera, considerati fattori chiave che limitano la produzione nell'area dell'euro. I nuovi ordini di beni di investimento continuano ad aumentare, con il PMI di ottobre che indica chiaramente una crescita.

¹⁰ L'Irlanda è esclusa a causa dell'elevata volatilità dei suoi dati sugli investimenti, che altrimenti celerebbero gli andamenti dell'area dell'euro sottostanti.

¹¹ Per una valutazione dei principali fattori alla base delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e del loro impatto sulla produzione industriale dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

Le informazioni desunte dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro¹² sono altresì in linea con le ottimistiche attese circa le attività di investimento delle imprese, in quanto le banche prevedono un aumento della domanda di prestiti a lungo termine (tipicamente utilizzati nel finanziamento degli investimenti) nel quarto trimestre del 2021¹³.

Gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti nel terzo trimestre del 2021 ed è probabile che rimangano contenuti a causa delle perduranti strozzature dal lato dell'offerta e delle incertezze legate alla pandemia.

Nel terzo trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,2 per cento rispetto al secondo trimestre. L'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze della produzione edilizia è diminuito notevolmente, in media, nei primi due mesi del quarto trimestre, pur rimanendo ben al di sopra della sua media di lungo periodo. Il PMI relativo all'attività nel settore immobiliare è aumentato lievemente, salendo ulteriormente in territorio espansivo. Dal lato delle famiglie, i dati delle indagini della Commissione europea mostrano una domanda vivace: nel quarto trimestre del 2021 le intenzioni a breve termine dei consumatori di acquistare o costruire un'abitazione hanno raggiunto il livello più elevato dall'inizio del 2002, mentre le intenzioni di ristrutturazione si sono collocate al livello massimo mai registrato. Una domanda favorevole si riflette anche nei dati riguardanti le imprese, dove il clima di fiducia è nuovamente migliorato, per effetto di un'ulteriore crescita nelle valutazioni delle imprese circa i livelli degli ordini. Tuttavia, anche i timori dal lato dell'offerta sono nuovamente aumentati e le imprese hanno segnalato un ulteriore incremento della carenza di materiali e manodopera, che aveva già raggiunto il massimo storico nel terzo trimestre. Queste strozzature dal lato dell'offerta si riflettono anche nelle ultime indagini presso i responsabili degli acquisti, che mostrano tempi di consegna molto lunghi per i fornitori e hanno probabilmente contribuito alla valutazione leggermente meno ottimistica sull'attività nei prossimi dodici mesi da parte delle imprese di costruzione.

Sebbene l'interscambio netto abbia contribuito positivamente alla crescita del PIL nel terzo trimestre, le esportazioni di beni sono state frenate dalle perduranti turbative dal lato dell'offerta.

Nel terzo trimestre del 2021 le esportazioni dell'area dell'euro sono aumentate dell'1,2 per cento sul periodo precedente, mentre le importazioni dello 0,7 per cento, fornendo un contributo di 0,3 punti percentuali alla crescita del PIL. L'interscambio di beni e servizi ha avuto esiti divergenti. Le esportazioni e le importazioni di beni sono diminuite (rispettivamente dell'1,0 e dello 0,9 per cento sul trimestre precedente) per effetto dell'indebolimento della domanda mondiale e del persistere delle turbative dal lato dell'offerta. Per contro, le esportazioni e le importazioni di servizi hanno registrato una forte espansione (rispettivamente del 7,3 e del 5,9 per cento sul trimestre precedente), con le esportazioni sospinte da tassi di crescita a due cifre in quei paesi che sono meta di vacanze estive. In prospettiva, gli indicatori delle esportazioni di beni basati sugli ordini segnalano una moderazione della domanda. Inoltre, il rinnovato

¹² Cfr. *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021*.

¹³ Per un'analisi delle condizioni di finanziamento percepite nell'area dell'euro sulla base dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of the euro area, SAFE), cfr. il riquadro *Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

intensificarsi della pandemia minaccia la ripresa delle esportazioni di servizi, in particolare di quelli legati ai viaggi. I dati su passeggeri e trasporti aerei mostrano un rallentamento della ripresa a partire da settembre 2021, mentre gli indicatori prospettici basati sugli ordini e sulle aspettative segnalano un indebolimento della dinamica nei prossimi mesi.

Nonostante le incertezze a breve termine, ci si attende che nel corso del 2022 l'attività dell'area dell'euro superi i livelli precedenti la crisi.

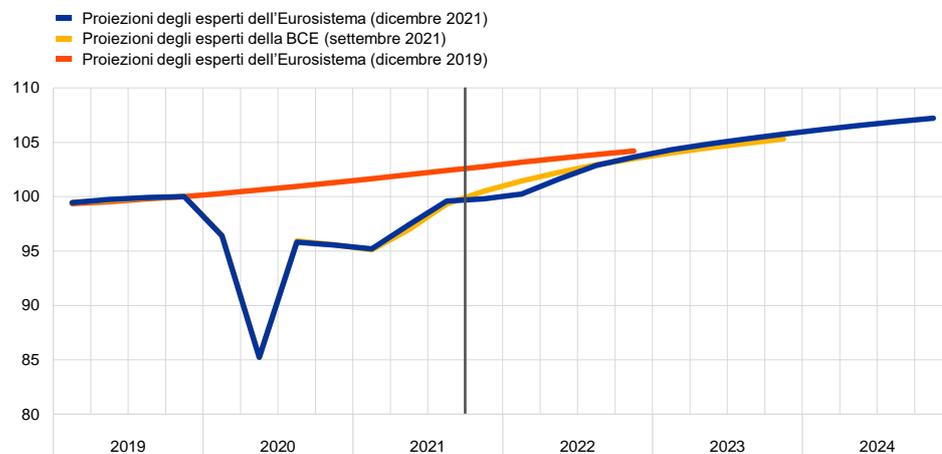
Le prospettive a medio termine prevedono un ulteriore rafforzamento della domanda interna, unitamente a un miglioramento del mercato del lavoro e a un rafforzamento della crescita mondiale al ridursi delle turbative a breve termine, nonché il sostegno continuo fornito dalla politica monetaria e di bilancio nella transizione verso una crescita che si autoalimenta. Inoltre, i progressi nell'attuazione del programma Next Generation EU rappresentano un ulteriore fattore che contribuisce a sostenere la ripresa. Ciò trova riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, che indicano una crescita su base annua del PIL in termini reali del 5,1 per cento nel 2021, del 4,2 per cento nel 2022, del 2,9 per cento nel 2023 e dell'1,6 per cento nel 2024 (cfr. il grafico 14). Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2021 dagli esperti della BCE, il profilo di crescita è stato rivisto al ribasso nel 2022, ma al rialzo nel 2023. Le revisioni al ribasso nel breve periodo riflettono il recente intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale e l'inasprimento delle restrizioni legate alla pandemia a fronte della recrudescenza dei casi di COVID-19 in alcuni paesi dell'area dell'euro, che ora ci si aspetta proseguano nel 2022. Di conseguenza, l'attività trimestrale dell'area dell'euro dovrebbe tornare sui livelli precedenti la pandemia entro il primo trimestre del 2022, un trimestre più tardi rispetto a quanto previsto nelle proiezioni di settembre 2021. Tuttavia, la crescita dovrebbe registrare una forte ripresa verso la fine del 2022, con il graduale venir meno di tali condizioni sfavorevoli. Pertanto, ora ci si attende che entro la fine del 2022 il PIL dell'area dell'euro cresca al di sopra del livello previsto nelle proiezioni di settembre 2021, determinando sostanziali effetti di trascinamento nel 2023 e una revisione al rialzo della crescita sui dodici mesi per tale anno¹⁴.

¹⁴ Cfr. l'articolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*, pubblicato sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

Grafico 14

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

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



Fonti: Eurostat e l'articolo [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021](#), pubblicato sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

Nota: la linea verticale indica l'inizio delle proiezioni di dicembre 2021 e segue l'ultima osservazione del PIL dell'area dell'euro in termini reali, relativa al terzo trimestre del 2021.

Secondo la stima preliminare diffusa dall'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione sui dodici mesi è salita a novembre 2021, raggiungendo un massimo storico pari al 4,9 per cento. Tale incremento riflette principalmente i marcati rincari dei beni energetici. A novembre la componente energetica ha determinato più di metà dell'inflazione complessiva. Inoltre, in alcuni settori, la domanda ha continuato a superare l'offerta, soggetta ad alcune strozzature. Le conseguenze sono particolarmente evidenti nei prezzi dei beni durevoli e di quei servizi ai consumatori ripresi di recente. Gli effetti base legati al venir meno della riduzione dell'IVA in Germania contribuiscono tuttora all'incremento dell'inflazione, ma soltanto sino al termine del 2021. L'inflazione dovrebbe rimanere elevata nel breve periodo, ma ci si attende che diminuisca nel corso del 2022. Col tempo, il graduale ritorno dell'economia alla piena capacità produttiva e ulteriori miglioramenti sul mercato del lavoro dovrebbero favorire una più rapida crescita dei salari, sostenuta da un aumento delle aspettative di inflazione verso l'obiettivo. Tali fattori dovrebbero contribuire al rialzo dell'inflazione di fondo e all'avvicinamento dell'inflazione complessiva all'obiettivo di medio termine. Tali andamenti sono riflessi nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un'inflazione annua del 2,6 per cento nel 2021, del 3,2 nel 2022, e dell'1,8 nel 2023 e nel 2024, percentuali riviste al rialzo rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2021 dagli esperti della BCE. Anche l'inflazione di fondo (al netto delle componenti energetica e alimentare) è stata rivista al rialzo dalle recenti proiezioni rispetto all'esercizio di settembre 2021, collocandosi in media all'1,4 per cento nel 2021, all'1,9 nel 2022, all'1,7 nel 2023 e all'1,8 nel 2024.

L'inflazione misurata sullo IAPC ha raggiunto un massimo storico a novembre 2021 (cfr. il grafico 15). Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a novembre l'inflazione misurata sullo IAPC ha registrato un nuovo spiccato incremento, al 4,9 per cento, dal 4,1 di ottobre e dal 3,4 di settembre. Si tratta del dato più elevato mai registrato per l'inflazione misurata sullo IAPC dall'istituzione dell'Unione economica e monetaria nel 1999. L'aumento è stato guidato da un ulteriore incremento dell'inflazione dei beni energetici, che a novembre ha determinato poco più della metà dell'inflazione complessiva, raggiungendo un record storico del 27,4 per cento, dopo il 17,6 di settembre. Tuttavia anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è aumentata sensibilmente, dall'1,9 per cento di settembre al 2,0 a ottobre e al 2,6 a novembre, valore massimo mai raggiunto dal 1999. Questi incrementi riflettono sia quelli dell'inflazione dei servizi (dall'1,7 per cento in settembre al 2,7 in novembre) sia per quella dei beni industriali non energetici (dal 2,1 per cento in settembre al 2,4 in novembre)¹⁵. Il tasso di inflazione dell'area dell'euro continua a essere condizionato sia dal taglio dell'aliquota IVA in Germania avvenuto nel 2020, con un effetto

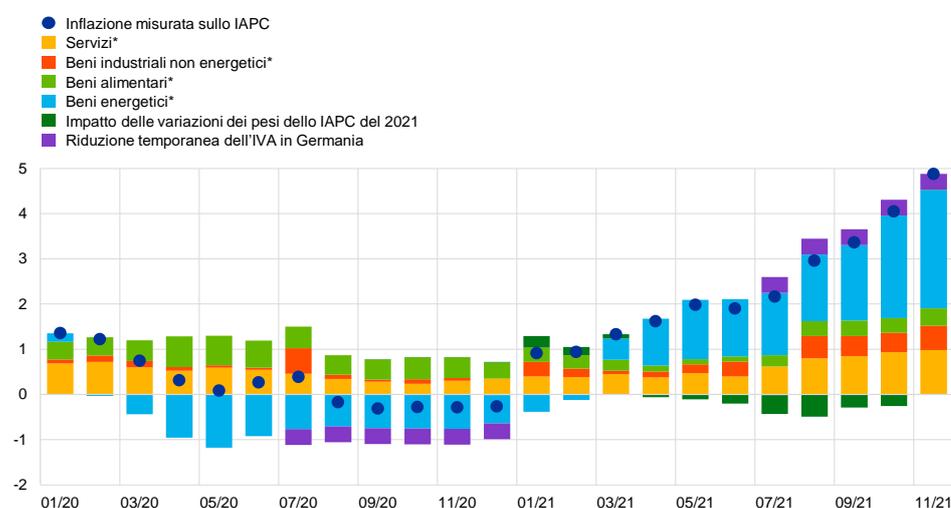
¹⁵ Al netto degli effetti della variazione dei pesi dello IAPC, l'aumento della componente legata ai servizi è stato lievemente più moderato (dal 2,2 per cento in settembre al 2,5 in novembre)

sull'inflazione sino al termine del 2021, sia dal cambiamento dei pesi dello IAPC¹⁶. Se si escludesse l'impatto al rialzo esercitato dal venir meno a gennaio 2021 della riduzione temporanea dell'aliquota IVA tedesca, l'inflazione complessiva si ridurrebbe di 0,35 punti percentuali a partire da luglio. Inoltre, la variazione dei pesi dello IAPC, pur avendo avuto effetti al ribasso in ottobre, non ha causato alcun impatto in novembre. Al netto degli effetti legati alla riduzione dell'IVA e alle variazioni dei pesi dello IAPC, sia il livello dell'inflazione sia la tendenza al rialzo tra ottobre e novembre sarebbero relativamente meno consistenti.

Grafico 15

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonte: Eurostat, elaborazioni degli esperti della BCE e Narrow Inflation Projection Exercise.

Note: nelle componenti contrassegnate da un asterisco (*) non sono inclusi né le variazioni dei pesi dello IAPC nel 2021, né la riduzione temporanea dell'IVA in Germania nel 2020. L'impatto delle variazioni dei pesi dello IAPC è stimato dalla BCE, e la pubblicazione definitiva del dato di novembre da parte dell'Eurostat potrebbe determinare variazioni dell'impatto dei pesi sull'inflazione di quel mese. Le ultime osservazioni si riferiscono alla stima preliminare di novembre 2021.

La marcata crescita dell'inflazione dei beni energetici, che ha raggiunto un massimo storico, è ascrivibile in larga misura al sostenuto rincaro delle materie prime a livello mondiale. L'andamento dei corsi petroliferi ha causato un significativo contributo della componente dello IAPC relativa ai carburanti. Tuttavia, i recenti aumenti nei prezzi al consumo di gas ed elettricità hanno determinato contributi ancora maggiori a novembre: è la prima volta dal 1999 che tali componenti rappresentano più di 0,8 punti percentuali dell'inflazione complessiva (cfr. il grafico 16). Il crescente contributo della componente del gas è stato trainato dall'aumento dei prezzi all'ingrosso a livello mondiale ed europeo, che, a sua volta, ha determinato anche un rialzo dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità nell'UE perché questi ultimi si basano sui costi marginali di breve periodo delle centrali elettriche. Anche l'aumento dei prezzi previsto dal sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissioni ha avuto un impatto al rialzo, benché in misura di gran lunga inferiore. Per una trattazione delle prospettive della componente energetica dell'inflazione in

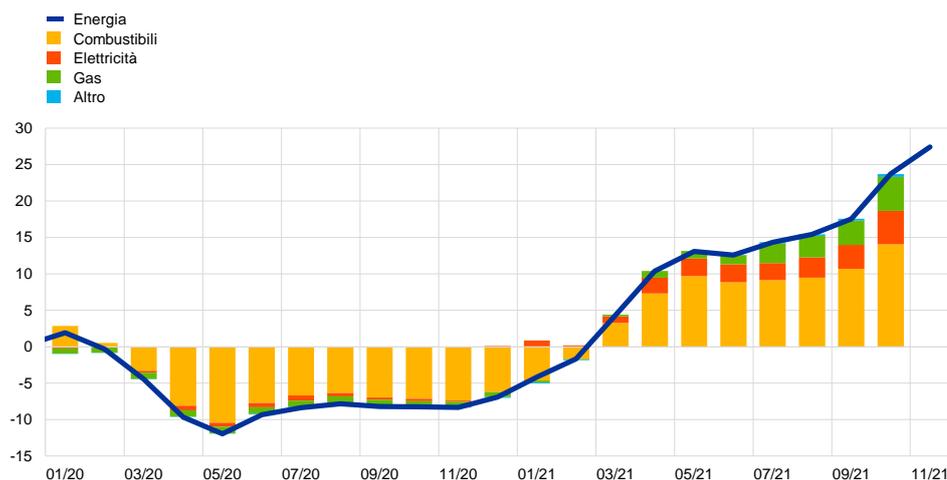
¹⁶ Per una panoramica dettagliata del ruolo delle variazioni dei pesi dello IAPC sulla misurazione dell'inflazione nel 2021, cfr. il riquadro *Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

relazione a questi fattori, cfr. il riquadro “Andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche e implicazioni per le proiezioni riguardanti la componente energetica dello IAPC” nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*.

Grafico 16

Scomposizione della componente energetica dell'inflazione

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "combustibili" si riferisce alla componente dello IAPC "combustibili liquidi e carburanti e lubrificanti per il trasporto privato". La voce "altro" include le voci "combustibili solidi" e "spesa energetica per riscaldamento" a livello di aggregazione a 5 cifre del sistema di classificazione dei consumi individuali per finalità (classification of individual consumption according to purpose, COICOP). Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021 per le sottocomponenti COICOP e a novembre 2021 per l'inflazione dei beni energetici.

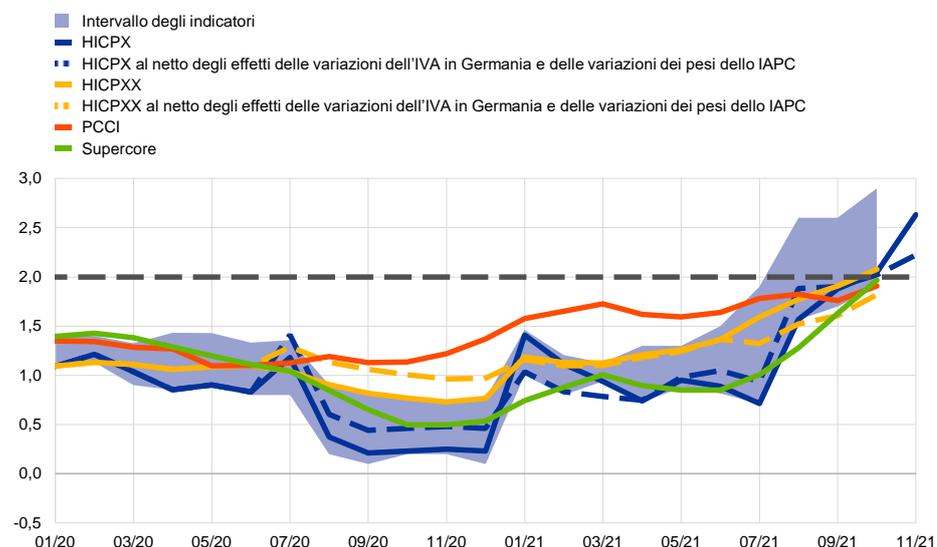
Gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno continuato a registrare incrementi (cfr. il grafico 17).

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è aumentata al 2,6 per cento in novembre (si stima che al netto degli effetti delle variazioni dei pesi dello IAPC sarebbe pari al 2,5, e si collocherebbe al 2,2 includendo anche la riduzione dell'aliquota IVA in Germania nel 2020). I dati relativi ad altri indicatori dell'inflazione di fondo sono disponibili solo fino a ottobre. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia, alimentari, voci legate ai viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è salita dall'1,9 per cento in settembre al 2,1 in ottobre, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (persistent and common component of inflation, PCCI) nello stesso periodo è passata dall'1,8 all'1,9 per cento. L'indicatore Supercore, che comprende elementi che risentono del ciclo economico, è aumentato per il quarto mese consecutivo, salendo al 2,0 per cento in ottobre dall'1,6 di settembre. La distribuzione dei tassi di inflazione tra le componenti dello IAPC è attualmente molto dispersa e il 46 per cento delle voci comprese nell'indice al netto dei beni energetici e alimentari ha registrato tassi di inflazione superiori al 2 per cento. Ciò implica che gli indicatori dell'inflazione di fondo basati sull'esclusione di alcune componenti del paniere dello IAPC, in particolare le cosiddette medie troncate, includono tuttora una serie di voci con tassi di crescita relativamente elevati e volatili, che negli ultimi mesi hanno sospinto le

corrispondenti misure verso il margine superiore dell'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo¹⁷.

Grafico 17 Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, 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 a novembre 2021 per lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari e a ottobre 2021 per tutti gli altri indicatori.

A ottobre le pressioni inflazionistiche per la componente relativa ai beni industriali non energetici hanno continuato a crescere (cfr. il grafico 18).

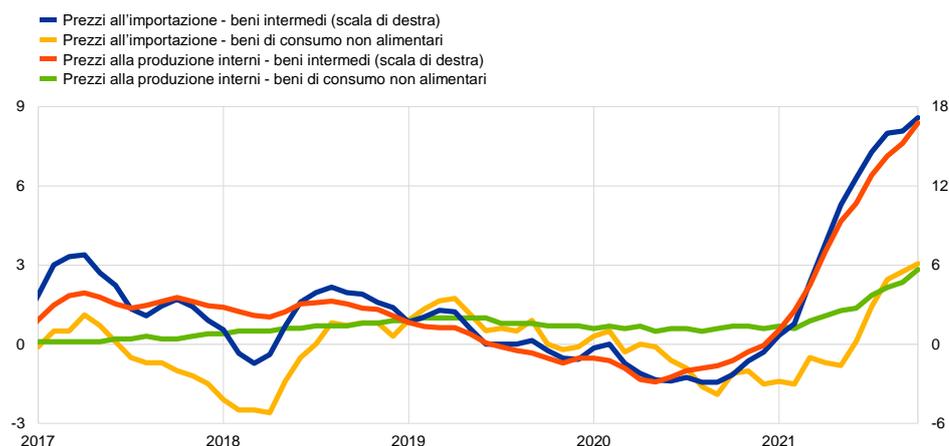
Ai primi stadi della catena, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione per i beni intermedi venduti sul mercato interno ha evidenziato un marcato incremento, dal 14,3 per cento ad agosto al 15,2 a settembre e 16,8 a ottobre, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è aumentato dal 16,0 per cento ad agosto al 16,2 a settembre e 17,2 a ottobre. Le spinte inflazionistiche si sono estese agli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi: l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno ha continuato ad aumentare, dal 2,2 per cento ad agosto al 2,3 a settembre e 2,8 a ottobre, segnando un nuovo massimo storico, mentre l'inflazione all'importazione per i beni di consumo non alimentari è salita dal 2,4 per cento di agosto al 2,8 a settembre e 3,1 a ottobre, anche a causa del recente deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Tale aumento delle pressioni inflazionistiche si verifica in un contesto in cui i rincari delle materie prime a livello mondiale (rafforzati dal deprezzamento dell'euro) e le strozzature dal lato dell'offerta stanno incidendo sui costi di produzione delle imprese, sollevando interrogativi circa la misura in cui tali pressioni si trasmetteranno ai prezzi dei beni di

¹⁷ Le medie troncate, che rimuovono circa il 5 o il 15 per cento da ogni coda della distribuzione delle variazioni dei prezzi sui dodici mesi, si collocano ben al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento perché includono alcune componenti energetiche che attualmente hanno tassi inflazionistici molto elevati. Per ulteriori informazioni su questi e altri indicatori dell'inflazione di fondo, cfr. i riquadri 2 e 3 dell'articolo [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

consumo. Evidenze recenti desunte dall'Indagine telefonica presso le imprese mostrano che le società hanno anticipato una più elevata trasmissione dei costi degli input non solo ad altre imprese, ma anche ai consumatori¹⁸. Tuttavia, dato l'attuale contesto pandemico, permane una notevole incertezza circa il grado di trasmissione di queste pressioni inflazionistiche ai prezzi dei beni di consumo.

Grafico 18 Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

Le pressioni salariali sono rimaste finora moderate, ma le misure degli aumenti retributivi rimangono poco chiare a causa degli sviluppi relativi alla pandemia.

La crescita del reddito per occupato e quella della retribuzione oraria si sono riallineate nel terzo trimestre del 2021, dopo l'ampio divario tra le due misure registrato nel secondo trimestre: la crescita sui dodici mesi del reddito per occupato è scesa al 3,0 per cento nel terzo trimestre, dal 7,2 del secondo, mentre la retribuzione oraria è salita al 2,0 per cento nel terzo trimestre, dal -4,5 del periodo precedente (cfr. il grafico 19). Tali ampi movimenti dei tassi di crescita sul periodo corrispondente riflettono principalmente gli effetti base associati agli andamenti osservati nel corso del 2020, quando i regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro e i licenziamenti temporanei facevano sì che le persone mantenessero la propria posizione lavorativa, ma lavorassero meno ore. Tuttavia, restano in vigore alcuni provvedimenti in qualche misura distorsivi delle rilevazioni della crescita salariale. Le retribuzioni contrattuali, che non risentono direttamente dell'andamento delle ore lavorate e del trattamento contabile delle erogazioni finalizzate al mantenimento dei posti di lavoro, sono diminuite all'1,3 per cento nel terzo trimestre del 2021 dall'1,8 del periodo precedente¹⁹. Benché tale indicatore sia più stabile rispetto alla crescita dei salari effettivi, anch'esso incorpora una certa volatilità, poiché include alcuni pagamenti speciali una tantum legati alla pandemia.

¹⁸ Cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

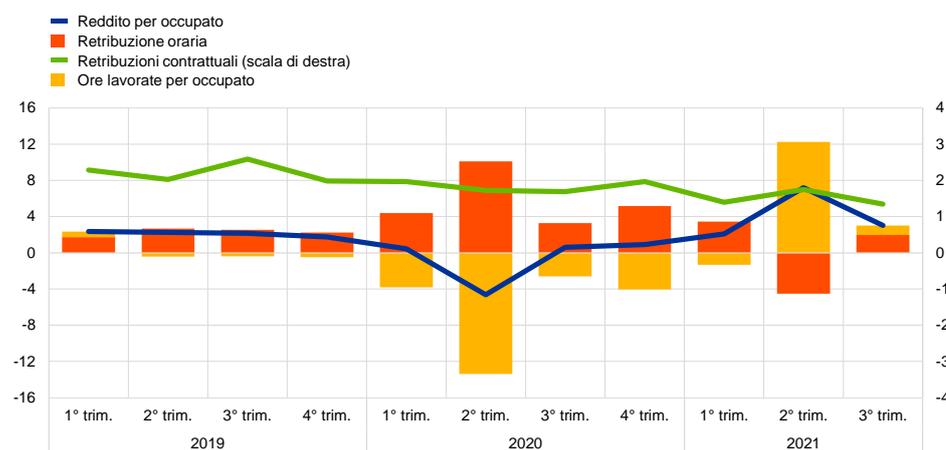
¹⁹ Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID 19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

Mentre le retribuzioni contrattuali suggeriscono che la crescita salariale sia solo moderata, i dati relativi alle contrattazioni riguardano probabilmente trattative che si sono concluse prima della marcata crescita dell'inflazione osservata più di recente.

Grafico 19

Scomposizione del reddito per occupato in retribuzione oraria e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati hanno mostrato un'elevata volatilità all'interno del periodo in esame, aumentando notevolmente nella prima metà dell'intervallo considerato e rientrando solo in parte da tali aumenti nella seconda metà, mentre le misure delle aspettative di inflazione desunte dalle indagini hanno registrato un incremento nella seconda metà del 2021. Le protratte tensioni lungo le catene di

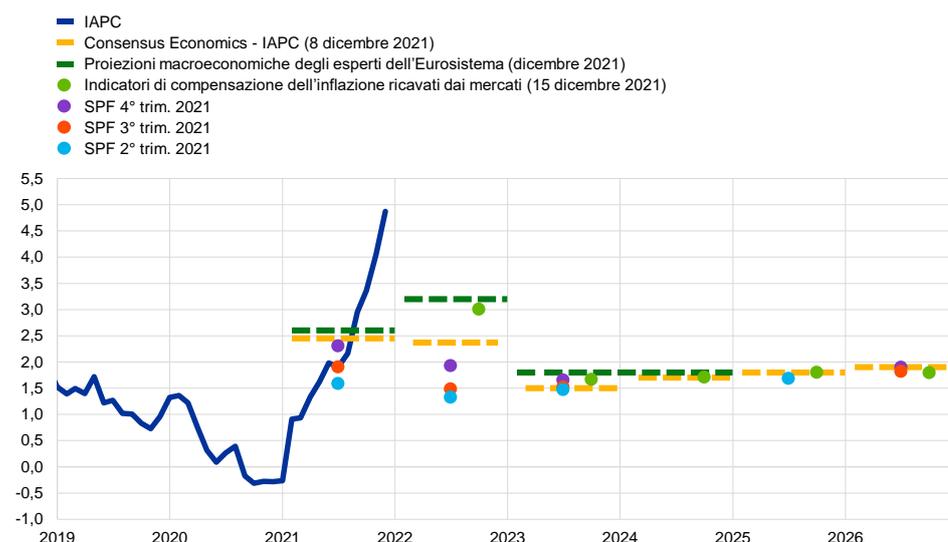
approvvigionamento, i rincari dell'energia e gli inattesi andamenti inflazionistici positivi nell'area dell'euro hanno continuato a esercitare pressioni al rialzo sui tassi swap indicizzati all'inflazione (SII) dell'area nella prima parte del periodo in esame. I tassi swap a termine hanno raggiunto un picco verso la fine di ottobre, con livelli più elevati del 2 per cento sugli orizzonti superiori ai cinque anni. Il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale, ad esempio, ha toccato il 2,1 per cento, un livello che non si osservava dall'estate del 2014. Tali aumenti sono stati in parte bilanciati dalla diminuzione degli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati, osservata dalla fine di ottobre su entrambe le sponde dell'Atlantico, alla luce del calo dei prezzi dei beni energetici, in particolare del petrolio. Nel complesso, i mercati scontano un aumento dell'inflazione nell'area dell'euro nel breve periodo, più marcato e persistente di quanto previsto in precedenza. Al tempo stesso, tale valutazione continua a considerare questo aumento come temporaneo: il tasso a termine a un anno su un orizzonte di un anno si colloca intorno all'1,7 per cento e il tasso a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è lievemente superiore, all'1,8 per cento. Tuttavia, le opzioni sull'inflazione segnalano un crescente rischio che l'inflazione media superi livelli ben al di sopra del 2 per cento nei prossimi cinque anni, mentre il rischio che l'inflazione vada oltre il 3 per cento rimane basso. In una prospettiva di più lungo periodo, alcune stime basate su modelli mostrano che il significativo incremento delle misure

di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati dalla metà del 2020 è attribuibile principalmente ai premi per il rischio di inflazione (per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio* in questo numero del Bollettino). Nel corso dell'estate gli indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini hanno registrato un aumento che, analogamente alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, conforta la tesi di un profilo a campana dell'inflazione. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters) per il quarto trimestre del 2021, condotta nella prima settimana di ottobre, in linea anche con le previsioni di ottobre di Consensus Economics, le aspettative di inflazione a più lungo termine sono aumentate all'1,9 per cento (cfr. il grafico 20).

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, dicembre 2021* ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno e 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 15 dicembre 2021. L'indagine della BCE presso i previsori professionali (SPF) relativa al quarto trimestre 2021 è stata svolta tra il 1° e l'11 ottobre 2021. I dati di Consensus Economics sono aggiornati all'8 dicembre per il 2021 e il 2022 e al 14 ottobre per il 2023, il 2024, il 2025 e il 2026. I dati riportati nelle proiezioni sono aggiornati al 1 dicembre 2021.

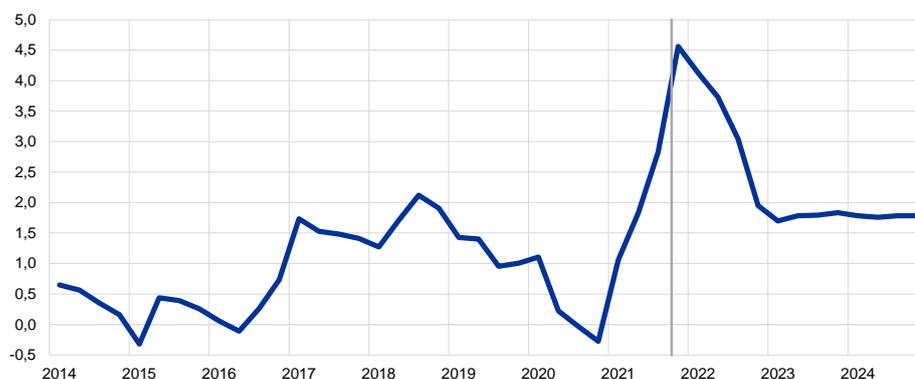
Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate lo scorso dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si collocherebbe su livelli più elevati più a lungo, ma scenderebbe a tassi inferiori all'obiettivo del 2 per cento nel 2023 e nel 2024. Dopo aver raggiunto il 4,9 per cento a novembre 2021, ci si attende che l'inflazione misurata sullo IAPC diminuisca bruscamente nel corso del 2022, prima di stabilizzarsi nel 2023 su livelli inferiori all'obiettivo di inflazione. Lo scenario di base indica che l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe attestarsi in media al 2,6 per cento nel 2021, al 3,2 nel 2022, all'1,8 nel 2023 e all'1,8 nel 2024 (cfr. il grafico 21). Da un confronto con

l'esercizio condotto lo scorso settembre emerge che le proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC sono state riviste al rialzo per l'intero orizzonte temporale della proiezione, nello specifico di 0,4, 1,5 e 0,3 punti percentuali rispettivamente per il 2021, il 2022 e il 2023. Gli elevati prezzi dei beni energetici (combustibili per il trasporto, elettricità e gas), l'aumento della domanda nel contesto della riapertura delle attività economiche e l'incremento dei prezzi alla produzione dovuto alle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale e ai maggiori costi di trasporto hanno determinato una forte crescita delle spinte inflazionistiche, che dovrebbero continuare a sostenere l'inflazione anche nel 2022. Tuttavia, ci si attende che l'inflazione misurata sullo IAPC diminuisca nel corso del 2022 soprattutto a causa degli effetti base legati alle componenti energetiche, ma anche a quelle non energetiche, in parte relativi al venir meno della riduzione temporanea dell'aliquota IVA in Germania da gennaio 2021. Si prevede che lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari ricalchi sostanzialmente gli andamenti di breve periodo dell'inflazione complessiva, per poi rafforzarsi verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione, collocandosi all'1,4 per cento nel 2021, all'1,9 nel 2022, all'1,7 nel 2023 e all'1,8 nel 2024. Analogamente, le revisioni al rialzo di tale indice riflettono l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta. Il rafforzamento dell'inflazione di fondo verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione è sorretto dalla ripresa economica, da una più sostenuta crescita salariale e da aspettative di inflazione più elevate.

Grafico 21

Inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC (proiezioni incluse)

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2024 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 1° dicembre 2021.

5 Moneta e credito

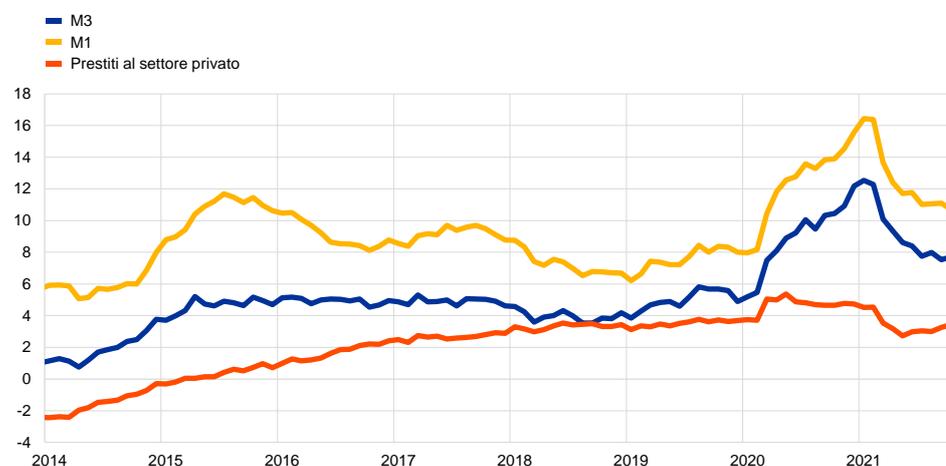
La creazione di moneta nell'area dell'euro è aumentata a ottobre 2021, a fronte della maggiore incertezza collegata alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e alle misure di sostegno. Gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema si sono confermati la principale fonte di creazione di moneta. La crescita dei prestiti al settore privato ha fatto registrare un lieve rialzo, continuando a beneficiare di condizioni di finanziamento favorevoli, mentre il fabbisogno di capitale circolante delle imprese ha sostenuto la domanda di prestiti a breve termine. Nel terzo trimestre il volume totale del ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese è cresciuto, grazie all'emissione di titoli di debito e ai prestiti bancari erogati alle imprese. Il costo complessivo del ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese ha segnato un lieve aumento nel periodo da luglio a ottobre 2021, sospinto dai costi di raccolta del capitale di rischio, mantenendosi tuttavia ben al di sotto del picco osservato all'inizio della pandemia.

A ottobre 2021 la crescita dell'aggregato monetario ampio ha registrato un rialzo. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è salito al 7,7 per cento a ottobre, dal 7,5 per cento di settembre (cfr. il grafico 22), trainato da un ampio afflusso che ha coinciso con una maggiore incertezza collegata all'impatto che la quarta ondata di COVID-19 avrebbe sull'economia europea. Il ritmo di crescita trimestrale della moneta ha continuato ad approssimarsi alla sua media di più lungo periodo. Riguardo alle componenti di M3, la crescita è stata sospinta principalmente dall'aggregato ristretto M1, che comprende le componenti più liquide di M3. Durante la pandemia, i detentori di moneta hanno generalmente mostrato una netta preferenza per le attività liquide, mossi da motivazioni precauzionali. Con l'allentamento delle misure di contenimento nella primavera e nell'estate del 2021 e con la ripresa dell'attività economica, nel secondo e terzo trimestre del 2021 la crescita di M1 ha subito una moderazione, dopo gli elevati tassi di crescita osservati nel corso del primo anno di pandemia. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è ulteriormente diminuito, scendendo dall'11,1 al 10,7 per cento, riflettendo principalmente gli andamenti dei depositi a vista. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle banconote e monete in circolazione, in calo dal primo trimestre del 2021, si è stabilizzato all'8,5 per cento a ottobre. In quel mese, il contributo degli altri depositi a breve termine è rimasto negativo, riflettendo un calo della domanda dei depositi a termine. L'apporto degli strumenti negoziabili, infine, ha segnato un aumento rispetto a un livello di partenza molto basso, per via della ricerca di rendimenti in un contesto di bassi tassi di interesse.

Grafico 22

M3, M1 e prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti è corretto per l'effetto di cessioni, cartolarizzazioni e notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

La crescita dei depositi a vista ha continuato a ridursi. A ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è sceso all'11,1 per cento, dall'11,5 di settembre. Tale flessione è stata determinata principalmente dalle famiglie, che forniscono il maggiore contributo da una prospettiva settoriale. All'inizio della pandemia gli afflussi di depositi sono stati considerevoli dal momento che i risparmi delle famiglie sono aumentati in conseguenza delle misure di contenimento e le imprese hanno creato riserve di liquidità aggiuntive. In un contesto di maggiore incertezza, tali afflussi sono poi proseguiti oltre la fase iniziale della pandemia²⁰. Più di recente, grazie al miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e alle maggiori opportunità di spesa, le famiglie hanno iniziato a ridurre il loro tasso di risparmio. Con il progresso delle campagne vaccinali e la ripresa dell'attività economica, il ritmo trimestrale al quale le famiglie e le imprese hanno accumulato depositi bancari è sceso fino a tornare al suo valore medio pre-pandemia. La crescita dei depositi di imprese e famiglie è variata da un paese all'altro, a causa delle differenze nel fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno (di bilancio) adottate a livello nazionale.

A ottobre 2021 la creazione di moneta ha continuato a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. Come nei trimestri precedenti, gli acquisti netti di titoli di Stato condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) hanno fornito il contributo più significativo alla crescita di M3 (cfr. l'area rossa degli istogrammi nel grafico 23). Come nei trimestri precedenti, il credito al settore privato ha fornito un sostegno significativo alla creazione di moneta (area blu degli istogrammi). Anche le altre contropartite hanno sostenuto la crescita dell'aggregato monetario ampio (cfr. l'area

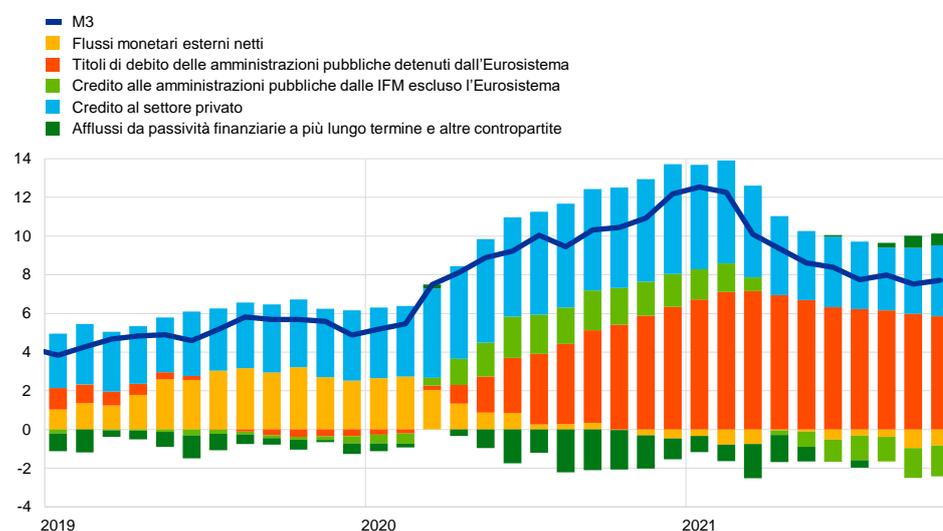
²⁰ Cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

verde scuro degli istogrammi), perché le condizioni favorevoli per le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno disincentivato il ricorso alle passività a più lungo termine. Tuttavia, due principali fattori hanno esercitato un freno sulla creazione di moneta: in primo luogo, le vendite di obbligazioni governative o la ridotta emissione di titoli di Stato (area verde chiaro degli istogrammi), che hanno comportato una riduzione del credito bancario alle amministrazioni pubbliche; in secondo luogo, i deflussi monetari esterni netti (area gialla degli istogrammi), sospinti da un rafforzamento degli effetti di sostituzione dei portafogli e dal concomitante indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro.

Grafico 23

M3 e sue contropartite

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Note: il credito al settore privato include i prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato e le disponibilità delle IFM in titoli di debito emessi dal settore privato dell'area dell'euro diverso dalle IFM. Esso comprende altresì gli acquisti di titoli di debito emessi da soggetti diversi dalle IFM condotti dall'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario e del PEPP. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

La crescita dei prestiti al settore privato è aumentata leggermente a ottobre 2021 (cfr. il grafico 22).

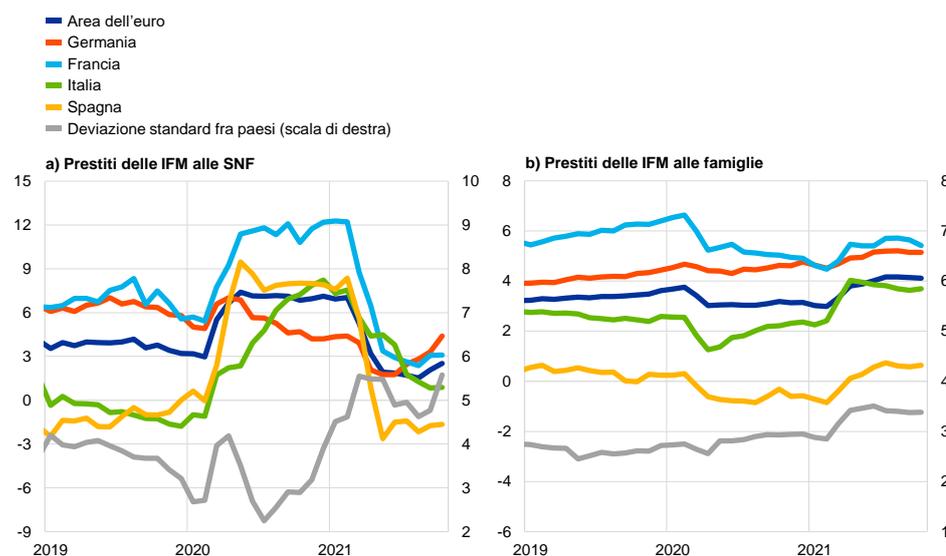
Il credito alle imprese e alle famiglie ha continuato a beneficiare delle condizioni di finanziamento favorevoli e delle migliori prospettive economiche. Dopo una moderazione nella prima metà dell'anno, la crescita dei prestiti al settore privato è salita al 3,4 per cento a ottobre, dal 3,2 di settembre, trainata dai prestiti alle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è salito al 2,5 per cento a ottobre, dal 2,1 per cento di settembre, sospinto da un incremento dei prestiti a breve termine probabilmente connesso al fabbisogno di capitale circolante delle imprese. Al contempo, la crescita dei prestiti è rimasta moderata a causa delle ampie disponibilità liquide, del rafforzamento dei fondi generati internamente e della disponibilità di altre fonti di finanziamento non bancario, che hanno continuato a pesare sulla domanda di prestiti bancari da parte delle imprese. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 4,1 per cento a ottobre (cfr. il grafico 24). I mutui ipotecari hanno continuato a rappresentare la principale determinante della domanda di prestiti da parte delle famiglie, con la crescita del credito al consumo che si è mantenuta modesta.

L'andamento dei prestiti cela anche notevoli differenze tra i paesi dell'area dell'euro, di riflesso, tra l'altro, a disomogeneità nell'impatto della pandemia e nel progredire della ripresa economica.

Grafico 24

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



Fonte: BCE.

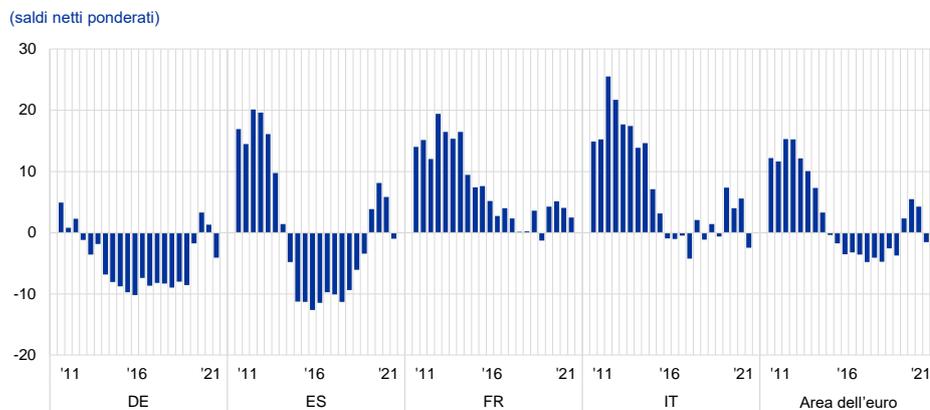
Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

Negli ultimi tempi le piccole e medie imprese (PMI) hanno segnalato un migliore accesso al finanziamento esterno nel corso degli ultimi sei mesi rispetto all'inizio del 2021, e si attendono un ulteriore miglioramento in futuro.

Secondo l'edizione di novembre 2021 dell'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento \(Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE\)](#), le piccole e medie imprese dell'area dell'euro hanno ritenuto che le migliori condizioni di accesso al finanziamento esterno riscontrate avessero più che compensato il corrispondente aumento del loro fabbisogno, determinando un fabbisogno di finanziamento esterno percepito leggermente negativo, pari al -2 per cento (in calo dal 4 per cento, cfr. il grafico 25). Inoltre, tali risultati dell'indagine SAFE hanno mostrato che le PMI, e in misura ancora maggiore le grandi imprese, si attendevano di osservare un miglioramento della disponibilità per la maggior parte delle fonti di finanziamento esterno. In particolare, il complessivo miglioramento nelle condizioni di finanziamento percepito dalle imprese ha svolto un ruolo di importanza crescente nel motivare le loro aspettative sulla futura disponibilità di prestiti bancari (cfr. il riquadro 3 in questo numero del Bollettino). Di riflesso alla ripresa economica in atto, le PMI dell'area dell'euro hanno segnalato un aumento del loro fatturato, mentre i profitti sono diminuiti, seppur in misura molto più contenuta rispetto a quanto indicato nell'indagine precedente. I deboli risultati in termini di profitto sono generalmente ascrivibili ai rincari delle materie prime e del costo del lavoro.

Grafico 25

Variazioni del fabbisogno di finanziamento esterno percepito segnalate dalle PMI nei diversi paesi dell'area dell'euro



Fonte: indagine SAFE della BCE.

Note: l'indicatore del fabbisogno finanziario percepito combina il fabbisogno di finanziamento con la disponibilità di prestiti bancari, linee di credito, credito commerciale, titoli di debito e titoli azionari a livello di impresa. Per ciascuno dei cinque strumenti finanziari, l'indicatore della variazione percepita nel fabbisogno finanziario assume un valore pari a 1 (-1) se il fabbisogno aumenta (diminuisce) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario percepito, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). L'indicatore composto è pari alla media ponderata del fabbisogno finanziario percepito relativo ai cinque strumenti. Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno finanziario percepito. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine dalla 3 alla 25 (marzo-settembre 2010; aprile-settembre 2021).

I costi della raccolta bancaria per le banche dell'area dell'euro rimangono prossimi ai minimi storici, grazie al sostegno offerto dalle misure di politica monetaria della BCE.

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito si mantiene al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, nonostante l'aumento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie osservato a partire da settembre 2021 (cfr. il grafico 26). I costi della provvista bancaria sono rimasti finora al riparo da pressioni al rialzo per tre motivi. In primo luogo, è proseguita la ridefinizione del prezzo dei depositi, con le banche dell'area dell'euro che applicano tassi di interesse negativi su una quota crescente di depositi delle imprese, mentre è aumentata anche la percentuale di depositi delle famiglie che presentano tassi negativi, sebbene da livelli relativamente contenuti, e ora si colloca al 6,5 per cento²¹. In secondo luogo, è diminuita significativamente la quota del finanziamento mediante ricorso al debito relativa alle banche, dato che queste ultime hanno potuto usufruire della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) a condizioni molto favorevoli. In terzo luogo, il PAA e il PEPP della BCE hanno contribuito a contenere le pressioni al rialzo sui rendimenti delle obbligazioni bancarie e a ridurre le differenze nelle condizioni di finanziamento tra paesi, classi di rischio e scadenze rispetto ai livelli osservati prima della pandemia. Inoltre, i prezzi delle obbligazioni bancarie garantite sono stati sostenuti dal terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (third covered bond purchase programme, CBPP3) della BCE. In aggiunta alle misure di politica monetaria della BCE, la riduzione dei rendimenti è sostenuta anche dal programma

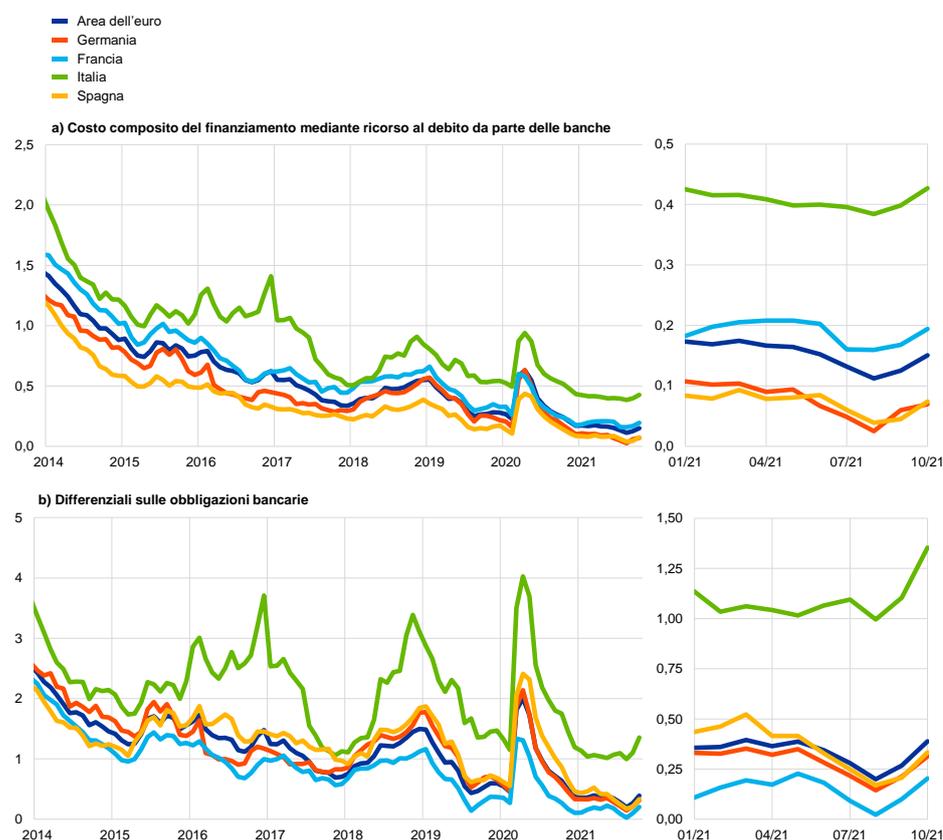
²¹ Cfr. *Financial Stability Review*, novembre 2021.

Next Generation EU, che contribuisce a creare una ripresa più solida e uniforme in tutta l'area dell'euro.

Grafico 26

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, elaborazioni della BCE e indici Markit iBoxx.

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono rappresentati dal costo 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 su depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le corrispondenti consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie fanno riferimento alle medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

A ottobre 2021 i tassi sui prestiti bancari sono rimasti prossimi ai minimi storici.

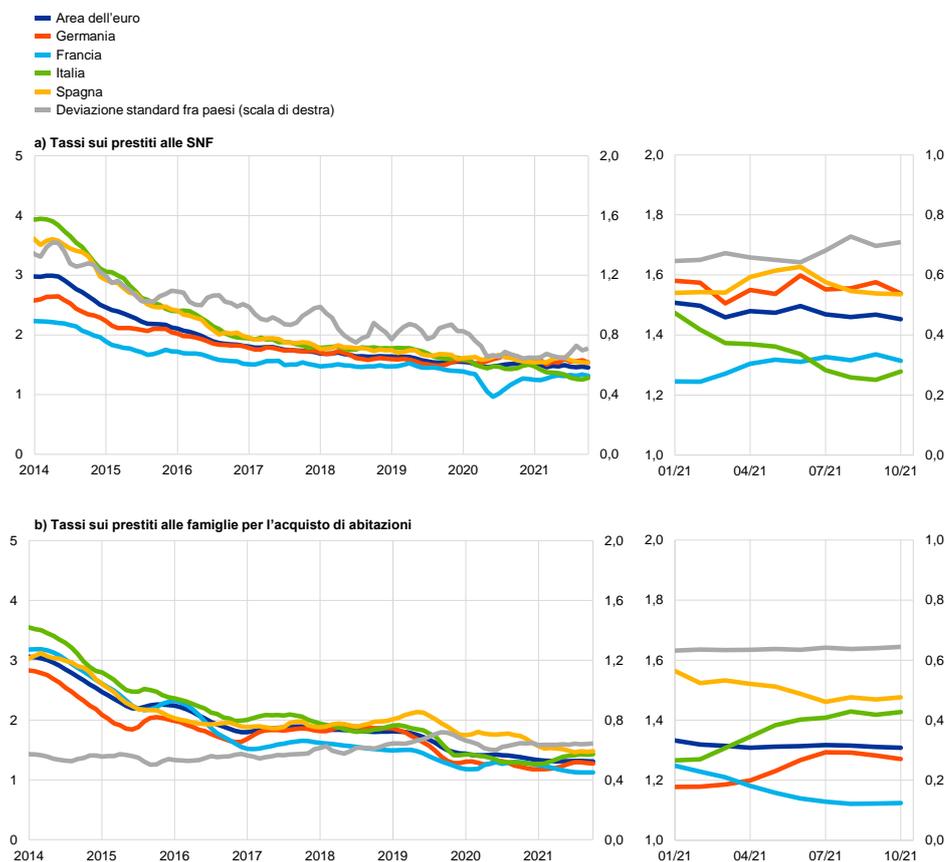
Il tasso composito sui prestiti bancari alle società non finanziarie è sceso all'1,43 per cento, mentre l'equivalente tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è rimasto sostanzialmente invariato all'1,31 per cento (cfr. il grafico 27). Il calo dei tassi sui prestiti alle imprese è stato determinato principalmente dagli andamenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il differenziale fra i tassi bancari sui prestiti di dimensioni molto esigue e quelli sui prestiti di importo elevato, pur rimanendo al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, si è ampliato principalmente di riflesso all'aumento dei tassi sui prestiti molti esigui. L'incertezza in merito alle conseguenze economiche della pandemia è aumentata con la diffusione a livello mondiale delle nuove varianti e con la quarta ondata di COVID-19. Le misure di politica monetaria della BCE, tuttavia, hanno sinora impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento, che

avrebbe amplificato l'impatto negativo della pandemia sull'economia dell'area dell'euro.

Grafico 27

Tassi compositi sui prestiti bancari in alcuni paesi dell'area dell'euro

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



Fonte: BCE.

Note: l'indicatore relativo al costo totale dei prestiti bancari è calcolato aggregando tassi a breve e a lungo termine mediante una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard tra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021.

Il volume complessivo del finanziamento esterno alle imprese ha registrato un rialzo nel terzo trimestre del 2021.

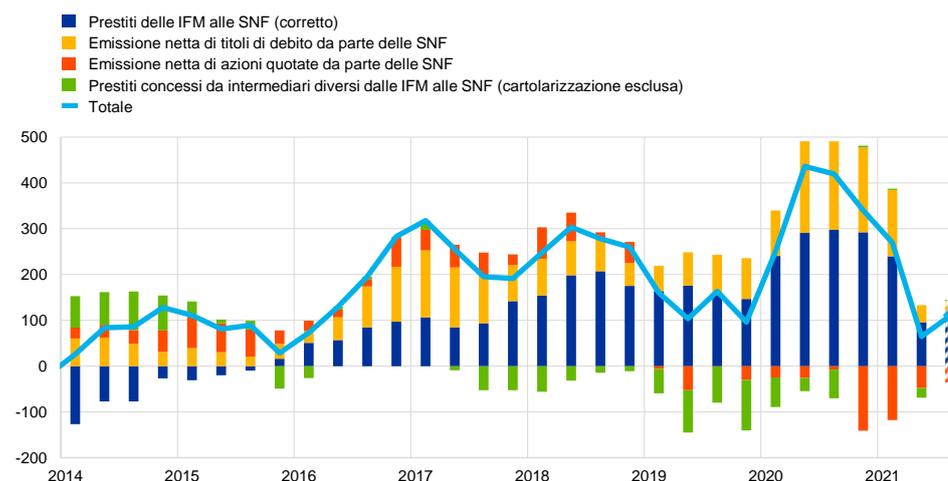
Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è salito al 2,2 per cento a settembre, dal 2,1 di giugno, sostenuto dal basso costo del finanziamento mediante ricorso al debito. Nel terzo trimestre del 2021 i maggiori flussi del finanziamento esterno sono stati per lo più ascrivibili a un aumento dei prestiti bancari alle imprese e a una maggiore emissione di titoli di debito, mentre i prestiti erogati da operatori non bancari hanno fornito un contributo positivo più esiguo (cfr. il grafico 28). La domanda di credito da parte delle imprese è stata sostenuta dai più ingenti investimenti delle imprese, mentre sulla domanda hanno continuato a gravare i maggiori profitti e gli utili non distribuiti, le considerevoli riserve di liquidità e gli elevati livelli di debiti lordi delle imprese. Nei paesi e settori particolarmente colpiti da strozzature dal lato dell'offerta, l'incremento del fabbisogno di capitale circolante a causa dei ritardi nella produzione e la ricostituzione delle scorte hanno determinato un aumento dell'indebitamento a

breve termine. Nel complesso, tuttavia, le imprese hanno continuato a mostrare una maggiore preferenza per gli strumenti di finanziamento con scadenze più lunghe, a indicare che si tende a utilizzare il finanziamento esterno per gli investimenti fissi lordi piuttosto che per la costituzione di riserve di liquidità.

Grafico 28

Flussi netti di finanziamento esterno alle società non finanziarie dell'area dell'euro

(flussi annuali in miliardi di euro)



Fonti: BCE e stime della BCE, Eurostat e Dealogic.

Note: il finanziamento esterno netto è pari alla somma di prestiti erogati dalle IFM, emissione netta di titoli di debito, emissione netta di azioni quotate e prestiti erogati da intermediari diversi dalle IFM. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. I prestiti erogati dalle società diverse dalle IFM comprendono prestiti da altre istituzioni finanziarie e da società di assicurazione e fondi pensione al netto dei prestiti cartolarizzati. L'istogramma rigato e l'indicatore a rombo celeste mostrano la previsione a brevissimo termine per il terzo trimestre del 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021 per i dati contabili dell'area dell'euro; le stime per il terzo trimestre del 2021 sono basate su voci di bilancio (balance sheet items, BSI) della BCE, dati sui titoli (securities, SEC) e Dealogic.

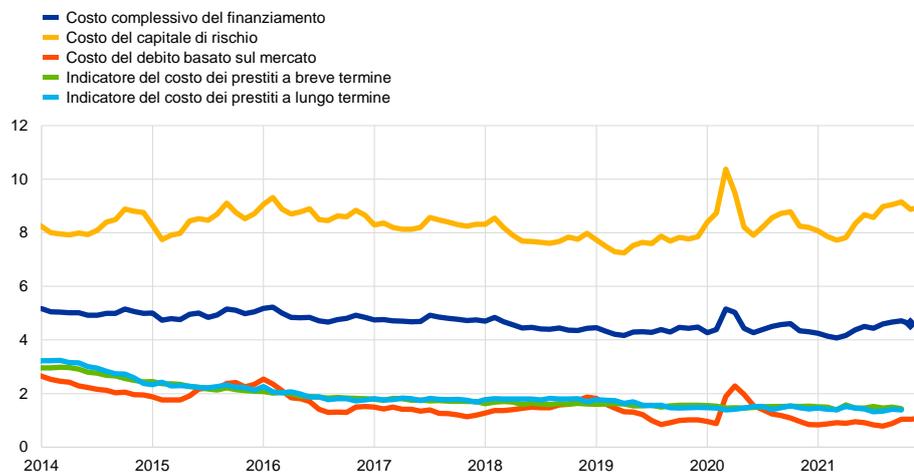
Il costo nominale complessivo del finanziamento esterno per le società non finanziarie (SNF), comprensivo di prestiti bancari, emissioni di debito sul mercato e finanziamenti azionari, è aumentato tra luglio e ottobre 2021, sospinto dal costo del capitale di rischio.

Il costo del finanziamento esterno è salito al 4,7 per cento a ottobre 2021 (cfr. il grafico 29), portandosi a un valore inferiore di circa 40 punti base rispetto al picco di marzo 2020 e di 60 punti base superiore al minimo storico registrato a marzo 2021. L'aumento osservato a ottobre è ascrivibile principalmente al più elevato costo del capitale di rischio, che ha riflesso un rialzo sia dei tassi privi di rischio sia, in misura molto minore, del premio per il rischio azionario. L'aumento dei tassi privi di rischio è stato altresì responsabile del più elevato costo del debito di mercato, che ha raggiunto livelli non più osservati da ottobre 2020, nonostante i differenziali sulle obbligazioni societarie siano rimasti sostanzialmente invariati. Si stima che il costo complessivo del finanziamento sia sceso leggermente tra la fine di ottobre e il 15 dicembre, con una diminuzione del costo del capitale di rischio che ha più che compensato un ulteriore lieve aumento del costo del debito sul mercato. In quel periodo, la diminuzione del costo del capitale di rischio è stata determinata da un calo dei tassi privi di rischio che ha più che compensato il lieve aumento del premio per il rischio azionario. Tuttavia, tale calo non è stato sufficiente a ridurre il costo del debito sul mercato a causa dell'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie, in particolare nel segmento ad alto rendimento.

Grafico 29

Costo nominale del finanziamento esterno per le SNF dell'area dell'euro

(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. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono a previsioni a brevissimo termine del costo complessivo del finanziamento per novembre e dicembre 2021, nell'ipotesi che i tassi sui prestiti bancari rimangano invariati ai livelli di ottobre 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 dicembre 2021 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 10 dicembre 2021 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a ottobre 2021 per il costo dei prestiti (dati mensili).

Sebbene la crisi legata al coronavirus (COVID-19) abbia continuato a gravare notevolmente sulle finanze pubbliche nel 2021, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 mostrano che il saldo di bilancio è già in fase di miglioramento. Si stima che, dopo aver raggiunto un livello massimo pari al 7,2 per cento nel 2020, il rapporto tra disavanzo e PIL dovrebbe essere sceso al 5,9 per cento nel 2021 e diminuire ulteriormente nel 2022, al 3,2 per cento, per poi stabilizzarsi appena al di sotto del 2 per cento entro la fine dell'orizzonte di previsione nel 2024. Tale miglioramento è principalmente dovuto all'effetto combinato di saldi primari corretti per gli effetti del ciclo più elevati e, in particolare dal 2022, di un contributo significativamente maggiore da parte del ciclo economico. In termini di orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, la forte espansione del 2020 è stata seguita da una restrizione solo marginale nel 2021, se si considerano le correzioni per le sovvenzioni del fondo Next Generation EU (NGEU). Nel 2022 l'orientamento dovrebbe essere considerevolmente più restrittivo, sebbene molto meno di quanto previsto in precedenza, principalmente per effetto del venir meno di una parte significativa del sostegno di emergenza fornito durante la fase di crisi. Si prevede che tale restrizione proseguirà nel restante periodo dell'orizzonte di previsione, ma in misura molto inferiore, dato che nei prossimi anni si continuerà a sostenere l'economia in maniera significativa. In generale, politiche di sostegno basate su una graduale revoca delle misure di bilancio precedentemente introdotte contribuirebbero a favorire la ripresa dell'economia dell'area dell'euro e ad attenuare gli effetti negativi di più lungo periodo. Grazie a questo sostegno inoltre l'economia potrebbe più facilmente adeguarsi ai cambiamenti strutturali in atto. Tali misure di bilancio dovrebbero essere favorevoli alla crescita e mirate ad affrontare efficacemente le eventuali criticità. Come misura complementare agli interventi di bilancio nazionali, ci si attende che lo strumento Next Generation EU e il pacchetto "Pronti per il 55%" contribuiranno a una ripresa più forte, più verde e più equa.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2021 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe migliorare stabilmente a partire dal 2021²². Si stima che il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro sia sceso al 5,9 per cento del PIL nel 2021, dopo aver toccato un livello senza precedenti pari al 7,2 per cento nel 2020. Si prevede che nel 2022 diminuirà ancora, raggiungendo il 3,2 per cento, e poi ulteriormente fino al 2,1 e all'1,8 per cento del PIL nei successivi due anni (cfr. il grafico 30). Con le misure introdotte in risposta alla pandemia, pari a circa il 4,1 per cento del PIL nel 2020, il sostegno economico erogato per far fronte alla crisi e per agevolare la ripresa dovrebbe essere aumentato fino a circa il 4,4 per cento del PIL nel 2021. Ciò riflette il fatto che i governi hanno prorogato i provvedimenti di emergenza, ampliandone gradualmente la portata e/o adottandone di nuovi al fine di sostenere la ripresa, come ad esempio

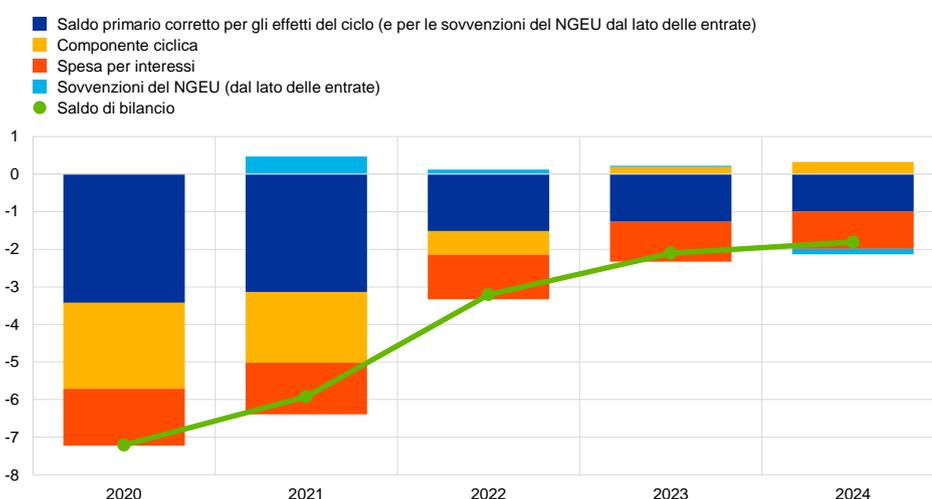
²² Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

gli interventi da finanziare mediante lo strumento NGEU²³. L'ampia componente ciclica avversa, che ha contribuito al forte aumento del disavanzo osservato nel 2020, dovrebbe iniziare ad affievolirsi nel 2021, seppur in misura solo moderata. A partire dal 2022 le proiezioni segnalano un miglioramento più marcato del saldo di bilancio, trainato da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, poiché gran parte delle misure di emergenza non finanziate attraverso il fondo NGEU verrà meno. Inoltre, a partire dal 2022 il contributo negativo fornito dal ciclo economico dovrebbe svanire rapidamente, tornando leggermente positivo nel 2023. In misura minore, ma lungo l'intero orizzonte di proiezione, il miglioramento del saldo di bilancio sarà anche favorito da una graduale riduzione del contributo dato dalla spesa per interessi.

Grafico 30

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e *Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2021*.

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

Si stima che l'orientamento aggregato delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sia stato marginalmente più restrittivo nel 2021, dopo l'intonazione espansiva molto marcata che ha caratterizzato il 2020²⁴. Nel 2022,

con la graduale riduzione del sostegno di bilancio dovuto al venir meno dell'emergenza pandemica e delle relative misure temporanee di assistenza,

²³ Le sovvenzioni dello strumento Next Generation EU ammontano, in media, a circa lo 0,5 per cento del PIL nell'orizzonte di proiezione, per poi diminuire gradualmente dopo il 2022. Unitamente a un importo limitato di prestiti, dovrebbero finanziare la spesa di bilancio per un importo pari a circa il 2,5 per cento del PIL. Gli andamenti della finanza pubblica descritti nella presente sezione non includono il disavanzo e il debito sovranzionali europei derivanti dai trasferimenti a titolo del Next Generation EU.

²⁴ L'orientamento 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 variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni NGEU 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 corretto per escludere tali entrate. Per ulteriori dettagli sul concetto di orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe subire un significativo irrigidimento rispetto a tali, ancora molto elevati, livelli di supporto. Nel 2023 e 2024 esso dovrebbe continuare a registrare un moderato irrigidimento²⁵. Ciononostante, il sostegno di bilancio alla ripresa economica rimane cospicuo lungo l'intero orizzonte di proiezione, come si evince dal saldo primario, che complessivamente continuerebbe a essere fortemente negativo.

Oltre al sostegno di bilancio a favore delle proprie economie, i paesi dell'area dell'euro hanno reso disponibili ingenti risorse per garanzie sui prestiti volte a sostenere la posizione di liquidità delle imprese. Per l'insieme dell'area dell'euro, nel 2021 tali garanzie ammontano in totale a circa il 19 per cento del PIL, mentre il ricorso complessivo alle stesse nel periodo 2020-2021 è stimato al 9 per cento del PIL. È opportuno notare che tali dati celano differenze significative tra i vari paesi, sia in termini di risorse disponibili, sia di tassi di utilizzo. Le garanzie sui prestiti costituiscono passività potenziali per i governi, per cui qualsiasi forma di escussione si tradurrà in ulteriore spesa che accrescerà il debito pubblico.

Rispetto alle prospettive macroeconomiche formulate lo scorso settembre dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio per il 2021 è stato rivisto al rialzo in maniera consistente, mentre per il 2022 è previsto un leggero peggioramento.

In particolare, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro in percentuale del PIL è stato rivisto al -5,9 per cento, in rialzo di 1,1 punti percentuali, per il 2021 e al -3,2 per cento, in ribasso di 0,2 punti percentuali, per il 2022, mentre è rimasto invariato al -2,1 per cento in riferimento al 2023. Tale andamento è principalmente determinato dalla revisione dell'orientamento delle politiche di bilancio, che si stima sia stato più restrittivo nel 2021, soprattutto per effetto di un maggior gettito rispetto a quanto stimato in precedenza e di una riduzione delle misure discrezionali di stimolo. Per il 2022, la revisione dell'orientamento delle politiche di bilancio riflette per lo più le misure di stimolo aggiuntive inserite nei bilanci per il 2022 e, in misura minore, fattori non discrezionali dal lato delle entrate con un effetto espansivo.

Dopo il netto aumento registrato nel 2020, il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe diminuire leggermente collocandosi appena al di sotto del 97 per cento nel 2021, e poi ulteriormente toccando il 90 per cento circa nel 2024. Dopo l'aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL pari a 14 punti percentuali osservato nel 2020, nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, ma in calo, sarà più che compensato da un rilevante contributo alla riduzione del debito legato al differenziale fra tassi di interesse e crescita. Nel 2022 e 2023, tuttavia, il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe diminuire più rapidamente man mano che i disavanzi primari, in calo ma comunque con effetti di incremento del debito, saranno bilanciati dai contributi favorevoli derivanti dai differenziali tra tassi di interesse e crescita e, in misura minore, da raccordi disavanzo-debito negativi (cfr. il grafico 31). Pertanto, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2024,

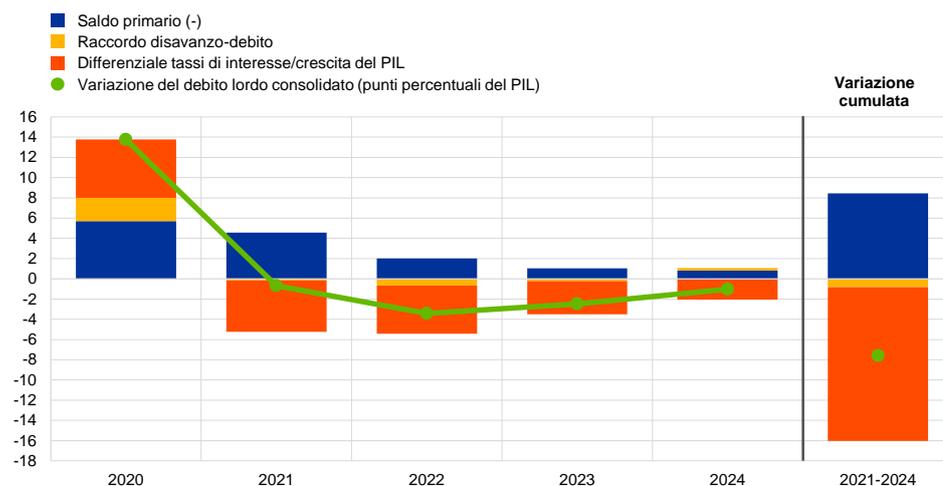
²⁵ L'orientamento di bilancio aggregato dell'area dell'euro è stato pari a -4,2 punti percentuali del PIL nel 2020, dovrebbe essersi attestato a +0,2 punti percentuali del PIL nel 2021, mentre, secondo le proiezioni, nel 2022, nel 2023 e nel 2024 sarà pari rispettivamente a +1,1, +0,3 e +0,3 punti percentuali del PIL, al netto delle correzioni operate dal lato delle entrate in relazione alle sovvenzioni dello strumento NGEU.

il rapporto tra debito e PIL dovrebbe stabilizzarsi attorno al 90 per cento, circa 6 punti percentuali al di sopra del suo livello pre-crisi. Nell'insieme, l'impatto negativo della crisi dovuta al COVID-19 sulla dinamica del debito si è rivelato significativamente inferiore rispetto a quanto ci si attendeva, in linea generale, nella fase iniziale della crisi²⁶.

Grafico 31

Determinanti delle variazioni del debito pubblico dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021.
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

Le politiche di bilancio nazionali dovrebbero fornire alle imprese e alle famiglie maggiormente esposte alla pandemia in corso forme di sostegno mirate e suscettibili di favorire la crescita. Pur prevedendo una graduale revoca del sostegno di bilancio, tale strategia contribuirebbe a favorire la ripresa e ad attenuare gli effetti negativi di più lungo periodo. La progressiva riduzione degli squilibri di bilancio dovrebbe basarsi su un deciso riorientamento verso una composizione delle finanze pubbliche che favorisca maggiormente la crescita e riforme strutturali capaci di incrementare il potenziale di sviluppo delle economie dell'area dell'euro. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza dell'NGEU e il pacchetto "Pronti per il 55%" possono fornire un sostegno importante da questo punto di vista, non da ultimo nella misura in cui saranno in grado di accelerare la transizione ecologica e quella digitale.

²⁶ Ad esempio, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2020 stimavano, per la fine del 2022, un livello del rapporto tra debito pubblico e PIL pari a un valore superiore di oltre 6,7 punti percentuali rispetto alle attuali proiezioni.

Riquadri

1 Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale

a cura di Maria Grazia Attinasi, Mirco Balatti, Michele Mancini e Luca Metelli

Le tensioni che hanno iniziato a manifestarsi alla fine del 2020 e hanno interessato le reti produttive mondiali riflettono gli squilibri tra l'offerta e la domanda di alcuni beni e stanno ostacolando la ripresa economica mondiale in corso. Le tensioni all'interno delle reti produttive mondiali, comunemente denominate strozzature dal lato dell'offerta, sono un fenomeno che presenta molteplici sfaccettature. Il calo e la successiva ripresa dell'attività economica durante lo shock causato dalla pandemia di COVID-19 non hanno precedenti e riflettono le massicce variazioni della domanda e dell'offerta dovute alla chiusura e alla riapertura delle attività economiche, in un contesto caratterizzato da cospicui stimoli monetari e fiscali e da elevati livelli di risparmio accumulato, soprattutto nelle economie avanzate. Inoltre, poiché le misure di contenimento rese necessarie dalla pandemia hanno fortemente limitato le opportunità di consumo nel settore dei servizi (in particolare viaggi, turismo e attività ricreative), si è verificato uno spostamento della domanda a favore dei beni fisici, che si è associato alla già vigorosa ripresa ciclica in tale settore. A fronte di questa forte impennata della domanda, i fornitori di beni in tutto il mondo hanno avuto difficoltà a soddisfare l'aumento degli ordini. Inoltre, hanno contribuito anche le turbative di natura idiosincronica lungo le catene di approvvigionamento (dovute ad esempio alle varie ondate della pandemia e a eventi climatici avversi), frenando l'attività e la crescita del commercio e, in ultima istanza, sospingendo verso l'alto i prezzi. Il presente riquadro passa in rassegna le principali caratteristiche delle attuali strozzature dal lato dell'offerta. Innanzitutto, esso mira a distinguere le interruzioni all'interno delle catene di approvvigionamento dai fattori legati alla domanda, sostenendo che, mentre questi ultimi rappresentano una manifestazione dell'attuale fase del ciclo economico, le prime potrebbero effettivamente frenare il ritmo della ripresa e quindi richiedere un attento monitoraggio. Inoltre, il riquadro fornisce una valutazione empirica dell'impatto di tali interruzioni delle catene di approvvigionamento sull'attività economica e sui prezzi a livello mondiale, e illustra alcune ipotesi circa la loro evoluzione futura¹.

Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento stanno frenando l'attività e il commercio a livello mondiale. Gli elementi più rilevanti sono: a) le difficoltà nel settore della logistica e dei trasporti; b) la carenza di semiconduttori; c) le restrizioni all'attività economica legate alla pandemia; d) la carenza di manodopera. Il trasporto marittimo di merci a livello mondiale è stato gravemente compromesso per via di

¹ Per un'analisi dell'impatto delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento sulla produzione industriale dell'area dell'euro cfr. il riquadro *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

disguidi e ritardi nella movimentazione dei container legati non solo alla rapida ripresa dell'economia internazionale, al riorientamento della domanda di consumi dai servizi ai beni e agli elevati volumi delle importazioni ad essi associati, ma anche alla chiusura dei porti resa necessaria da focolai di COVID-19 localizzati e asincroni². Di conseguenza i costi del trasporto marittimo, soprattutto dai principali porti asiatici verso gli Stati Uniti e l'Europa, sono cresciuti esponenzialmente dalla fine del 2020. Nella seconda metà di tale anno ha iniziato a concretizzarsi la carenza di semiconduttori, particolarmente pronunciata nel settore automobilistico. Durante il grande lockdown i produttori di automobili hanno ridotto gli ordini di chip, mentre la domanda di quelli utilizzati in altre apparecchiature elettroniche è aumentata in misura significativa (principalmente per effetto dell'impulso dato al lavoro da casa). I produttori sono stati sorpresi dal brusco aumento dei nuovi ordinativi di autovetture nella seconda metà del 2020 e, data la limitata capacità produttiva inutilizzata nel settore dei semiconduttori, la produzione di chip non è stata in grado di far fronte all'elevata domanda, forse anche a causa degli scarsi investimenti effettuati negli anni antecedenti la pandemia³. La carenza di manodopera sembra essere meno diffusa e più concentrata in alcune economie, come gli Stati Uniti e il Regno Unito. In entrambi i paesi gli indicatori delle tensioni sul mercato del lavoro hanno già superato i livelli precedenti la crisi, anziché segnare una lenta ripresa, come avvenuto all'indomani della crisi finanziaria mondiale. Il calo registrato sia nell'efficienza sia nella partecipazione alle forze di lavoro riflette in parte l'aumento dei sussidi di disoccupazione, dei pensionamenti anticipati e della necessità di occuparsi dei figli e di altri familiari durante la pandemia, nonché la riluttanza a lavorare in settori a elevata intensità di contatti interpersonali⁴. Infine, l'impatto dei suddetti fattori in termini di interruzioni nelle catene di approvvigionamento potrebbe essere esacerbato dall'"effetto frusta", un fenomeno di amplificazione tipico dei canali di distribuzione, in virtù del quale le imprese tendono ad accumulare scorte in previsione di una domanda robusta e nel contesto di una carenza di input determinanti ai fini del processo produttivo, come materie prime e beni intermedi.

L'allungamento dei tempi di consegna dei fornitori nelle economie avanzate dalla fine del 2020 è la manifestazione più evidente delle tensioni diffuse nelle reti produttive mondiali.

Uno degli indicatori più comunemente utilizzati come misura approssimativa di tali tensioni è costituito dai tempi di consegna dei fornitori rilevati dall'indice mondiale dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index suppliers delivery times, di seguito definito "indice PMI SDT"), che quantifica l'evoluzione dei tempi necessari per la consegna dei fattori di produzione alle imprese. Uno dei principali vantaggi dell'indice PMI SDT consiste nel fatto che è in grado di misurare vincoli alla capacità produttiva di diversa natura (ad esempio carenze di beni intermedi, ritardi nei trasporti o carenze nell'offerta di lavoro), il che lo rende un indicatore onnicomprensivo delle tensioni che interessano le reti

² Cfr. anche il riquadro *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

³ Cfr. anche il riquadro *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

⁴ Cfr. anche il riquadro *I mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito durante la ripresa successiva alla pandemia* in questo numero del Bollettino.

produttive mondiali⁵. Esso suggerisce che i tempi di consegna dei fornitori si sono allungati considerevolmente negli ultimi mesi (cfr. il pannello a) del grafico A) e che tale allungamento si sta rivelando più prolungato rispetto a quanto avvenuto durante lo shock iniziale causato dal COVID-19. Il grafico mostra anche un significativo grado di eterogeneità tra le economie avanzate e quelle emergenti, con conseguenze molto maggiori per regioni economiche come gli Stati Uniti, l'area dell'euro e il Regno Unito, rispetto alle principali economie emergenti. Infine, sebbene l'incremento dell'indice PMI SDT sia stato osservato nella maggior parte dei settori, esso è particolarmente marcato per alcune tipologie di prodotti, come le attrezzature e i macchinari tecnologici (cfr. il pannello b) del grafico A), a indicare che la carenza di prodotti intermedi è più grave in tali settori.

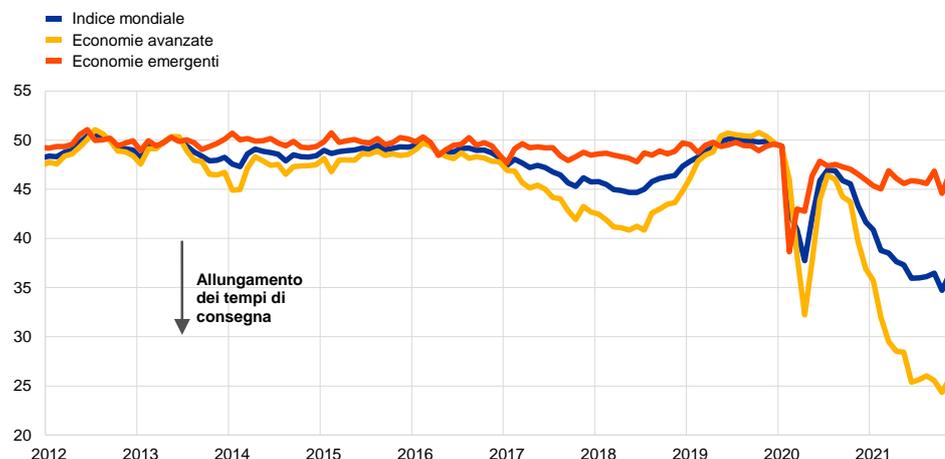
⁵ Un indicatore alternativo delle strozzature dal lato dell'offerta è costituito dai prezzi del trasporto marittimo, che tuttavia forniscono un quadro solo parziale del fenomeno, poiché riguardano solo il settore logistico, mentre l'indice PMI SDT è più completo e presenta un maggiore comovimento rispetto all'attività economica.

Grafico A

Tempi di consegna dei fornitori

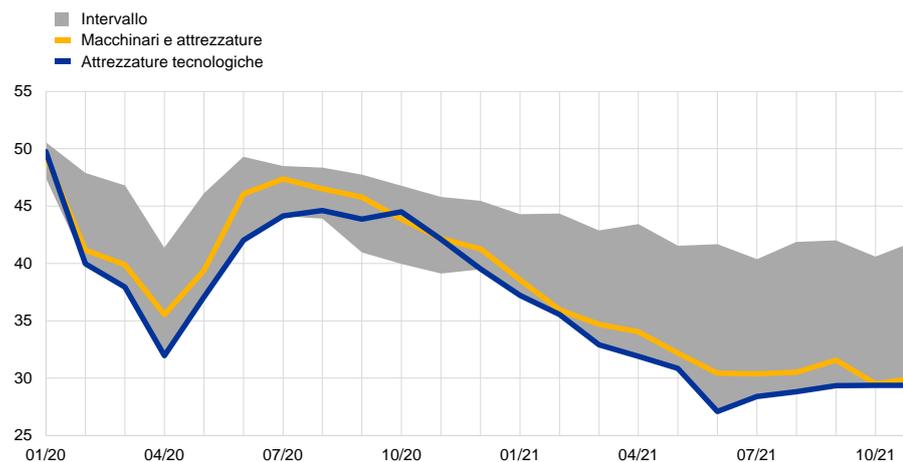
a) Indice PMI SDT in varie regioni

(indici di diffusione)



b) Indice PMI SDT mondiale in vari settori

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata nel pannello b) indica l'intervallo tra il livello minimo e il livello massimo toccati dall'indice PMI SDT in 15 settori (materiali di base, prodotti chimici, risorse, silvicoltura e prodotti della carta, metalli e attività estrattive, beni di consumo, automobili e autoricambi, bevande e prodotti alimentari, bevande, prodotti alimentari, prodotti per uso domestico/personale, beni industriali, materiali da costruzione, macchinari e attrezzature, attrezzature tecnologiche). Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021.

I tempi di consegna dei fornitori riflettono le tensioni nelle reti produttive e mostrano una certa prociclicità rispetto alle oscillazioni del prodotto.

L'indice PMI SDT mostra una tendenza al comovimento con l'indice PMI mondiale relativo al prodotto nel settore manifatturiero, che costituisce una misura approssimativa del ciclo economico; ciò suggerisce che all'aumentare del prodotto i tempi di consegna tendono ad allungarsi. Al fine di depurare l'andamento dell'indice PMI SDT dal normale allungamento associato alle fluttuazioni cicliche, l'indice PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo al prodotto nel settore manifatturiero e l'indice PMI SDT mondiale vengono utilizzati in un modello autoregressivo vettoriale (VAR) bivariato a frequenza mensile in cui gli shock derivanti dalla ripresa della domanda e dalle interruzioni nelle catene di

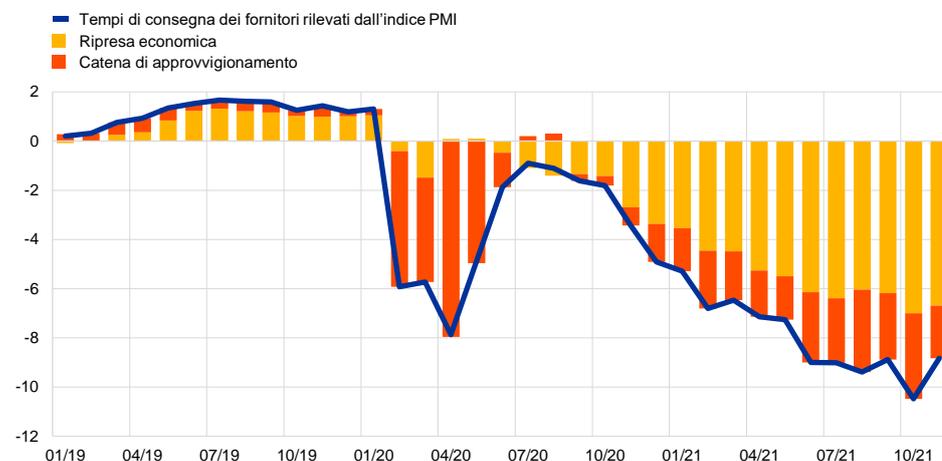
approvvigionamento sono identificati con restrizioni di segno⁶. Più specificamente, si ipotizza che le interruzioni nelle catene di approvvigionamento allunghino i tempi di consegna e riducano il prodotto, mentre l'aumento della domanda indotto dalla ripresa economica accresce sia i tempi di consegna sia il prodotto. Questo approccio consente di identificare gli shock strutturali sottostanti i movimenti dell'indice PMI SDT e in particolare lo shock dal lato dell'offerta, che viene assunto come misura degli shock subiti dalla catena di approvvigionamento.

L'analisi empirica svolta dagli autori suggerisce che gli shock alla catena di approvvigionamento rappresentano circa un terzo delle tensioni che interessano le reti di produzione mondiali. La scomposizione storica mostra che, sebbene i fattori dal lato della domanda abbiano svolto un ruolo di primo piano nel determinare il livello complessivo dell'indice PMI SDT, le turbative lungo le catene di approvvigionamento spiegano un terzo dell'allungamento dei tempi di consegna negli ultimi sei mesi e il loro contributo è andato aumentando (cfr. il grafico B). Per contro, il maggiore contributo dei fattori dal lato della domanda non sorprende, dati la prociclicità dei tempi di consegna nelle fasi di ripresa economica e il recupero economico senza precedenti che ha fatto seguito allo shock iniziale causato dal COVID-19⁷.

Grafico B

Una scomposizione basata su modello dei tempi di consegna dei fornitori rilevati dall'indice PMI

(deviazioni dalla media; contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Markit.

Note: scomposizione storica dei tempi di consegna dei fornitori desunti dall'indice PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro), ottenuta attraverso un modello VAR bayesiano a due variabili utilizzando l'indice PMI relativo al prodotto e i tempi di consegna dei fornitori rilevati dall'indice stesso, identificata attraverso restrizioni di segno e stimata per il periodo compreso tra maggio 2007 e novembre 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2021.

⁶ Tale approccio si rifà a Bhushan, S. e Struyven, D., "Supply Chains, Global Growth, and Inflation", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20 settembre 2021. Il ricorso all'indice PMI mondiale relativo al prodotto nel settore manifatturiero in questo modello VAR consente una stima tempestiva dello shock osservato nelle catene di approvvigionamento, che non sarebbe possibile se si utilizzassero dati effettivi sull'attività economica, soggetti a un maggiore ritardo di pubblicazione.

⁷ Ad aprile 2020, al culmine dello shock provocato dal COVID-19 le interruzioni nella catena di approvvigionamento sono state la principale causa dell'allungamento dei tempi di consegna.

Le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento hanno effetti negativi sulla produzione industriale e sul commercio a livello mondiale ed effetti positivi sull'inflazione.

L'analisi degli autori mira a quantificare l'impatto del suddetto shock alla catena di approvvigionamento su attività, commercio e prezzi e, conseguentemente, gli effetti sfavorevoli che produce sulla ripresa economica. A tal fine, viene stimato un altro modello VAR con cinque variabili endogene (esportazioni, importazioni e produzione industriale, oltre ai tassi di inflazione per l'indice dei prezzi al consumo e l'indice dei prezzi alla produzione). Lo shock stimato alla catena di approvvigionamento è incorporato nel modello come variabile esogena. Allo scopo di quantificare i fattori avversi per l'attività, il commercio e i prezzi, si genera quindi uno scenario controfattuale attraverso un esercizio di previsione condizionato per il periodo compreso tra novembre 2020 e settembre 2021, che ipotizza che non vi siano interruzioni nella catena di approvvigionamento (in altre parole, lo shock alla catena di approvvigionamento è fissato a zero per l'intero periodo). In tale intervallo di tempo, si osserva che l'interscambio mondiale sarebbe stato superiore di circa il 2,7 per cento in termini cumulati in assenza di shock alla catena di approvvigionamento, mentre la produzione industriale mondiale sarebbe stata superiore di circa l'1,4 per cento (cfr. il pannello a) del grafico C). Gli effetti sono maggiori sull'interscambio che non sulla produzione industriale, dal momento che la debolezza della dinamica nel settore logistico ha inciso in misura sproporzionata sul commercio. Inoltre, il riorientamento verso fornitori e beni interni potrebbe aver attenuato le ripercussioni sulla produzione industriale. Dai risultati dell'analisi emerge inoltre che le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento hanno un effetto significativo, e crescente nel tempo, sui prezzi, fattore molto più evidente nell'indice dei prezzi alla produzione rispetto all'indice dei prezzi al consumo (cfr. il pannello b) del grafico C)⁸. Ciò potrebbe essere attribuito al fatto che i produttori sono esposti più direttamente alle interruzioni nelle catene di approvvigionamento rispetto ai consumatori. Inoltre, l'aumento dei prezzi alla produzione viene trasmesso ai consumatori solo in parte e/o con un certo ritardo. Infine, va rilevato che i risultati aggregati sopra citati celano una significativa eterogeneità tra paesi, dal momento che non tutti sono interessati nella stessa misura da strozzature dal lato dell'offerta. Ad esempio, si osserva che gli effetti sono maggiori negli Stati Uniti, dove il commercio e la produzione industriale si collocano rispettivamente a livelli del 4,3 e del 2,0 per cento inferiori allo scenario controfattuale privo di shock.

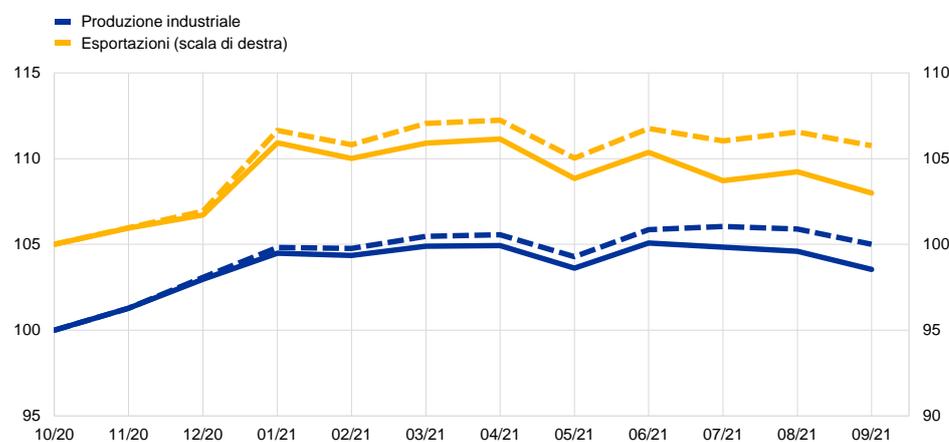
⁸ Le funzioni di risposta a un impulso del modello VAR suggeriscono che, dopo uno shock di un periodo, gli effetti sull'inflazione si esauriscono in un intervallo di tempo compreso tra sei e nove mesi, mentre quelli sulle variabili reali in circa quattro mesi.

Grafico C

Stime dell'impatto

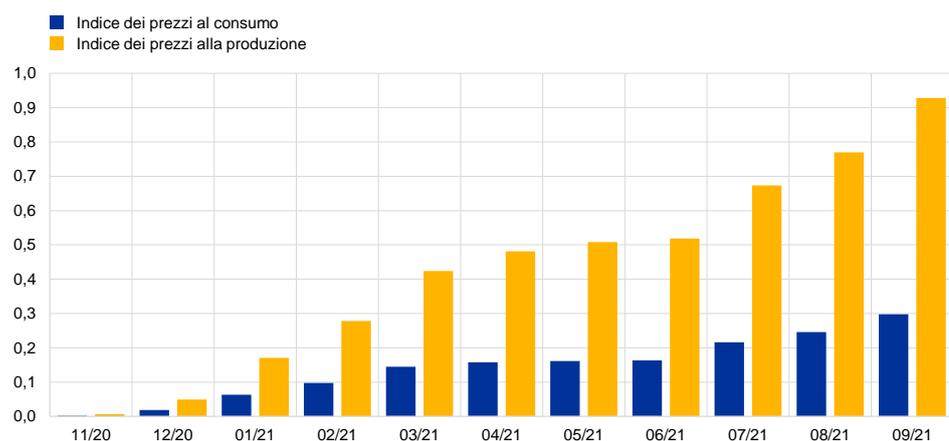
a) Commercio e produzione industriale a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

(ottobre 2020 = 100)



b) Indice dei prezzi al consumo e indice dei prezzi alla produzione a livello mondiale (esclusa l'area dell'euro)

(deviazioni in punti percentuali dall'inflazione mensile sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Markit, CPB e OCSE.

Note: gli effetti delle interruzioni nella catena di approvvigionamento sulle quantità e sui prezzi sono ottenuti mediante un modello VAR in cui uno shock strutturale dal lato dell'offerta (ricavato mediante un modello VAR strutturale con restrizioni di segno, l'indice PMI relativo al prodotto e i tempi di consegna rilevati dall'indice stesso) viene incorporato come variabile esogena. Gli effetti sono calcolati come differenza tra l'andamento delle variabili in presenza dello shock e in uno scenario controfattuale in cui lo shock tra novembre 2020 e settembre 2021 è fissato a zero (ossia, non vi sono interruzioni nelle catene di approvvigionamento). Nel pannello a) le linee tratteggiate mostrano l'andamento stimato delle esportazioni e della produzione industriale in assenza di strozzature dal lato dell'offerta. Nel pannello b) gli istogrammi mostrano gli effetti stimati delle strozzature dal lato dell'offerta sull'indice dei prezzi al consumo e sull'indice dei prezzi alla produzione. Tutti gli aggregati mondiali non includono l'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

Le interruzioni nella catena di approvvigionamento dovrebbero gradualmente venir meno nella seconda metà del 2022, sebbene persista un elevato livello di incertezza riguardo alla loro evoluzione. Per via della loro variegata natura, alcuni di questi fenomeni di disturbo potrebbero risolversi in tempi più lunghi rispetto ad altri. Ad esempio, uno stimolo significativo alla produzione di semiconduttori richiede massicci investimenti per aumentare la capacità di fusione e, date le tempistiche necessarie, miglioramenti sostanziali sono prevedibili solo nel corso del 2022 o nel 2023. Un'eventuale attenuazione della carenza di manodopera nei prossimi mesi dipenderà dalla modulazione del sostegno pubblico, dalle misure di contenimento della pandemia e dal numero di nuovi casi di COVID-19.

Pur attestandosi su livelli ancora prossimi ai massimi storici, di recente i costi del trasporto marittimo sono diminuiti, principalmente in ragione di fattori temporanei, come ad esempio la riapertura dei porti in Asia meridionale man mano che il numero dei contagi da COVID-19 diminuiva. Le informazioni disponibili ricavate dalle indagini che sintetizzano le opinioni nel settore societario indicano che le attuali difficoltà dovrebbero persistere per gran parte del 2022, se non per l'intero anno⁹.

In prospettiva, non si possono escludere rischi di ulteriori turbative dal lato dell'offerta, soprattutto nel caso di un peggioramento della pandemia. La nuova variante Omicron ha riaperto i timori di una recrudescenza della pandemia su scala mondiale. I focolai possono rendere necessarie chiusure localizzate presso porti o imprese, che provocherebbero ulteriori interruzioni della produzione e del trasporto marittimo e che quindi frenerebbero l'attività, esercitando al tempo stesso pressioni al rialzo sui prezzi. Inoltre, nuove misure di contenimento volte a limitarne la diffusione (ad esempio restrizioni agli spostamenti e ai voli internazionali), nonché precauzioni adottate volontariamente dalla popolazione, potrebbero ancora una volta innescare uno spostamento della domanda dei consumatori dai servizi ai beni, aggravando così le strozzature all'offerta. Tuttavia, un calo della domanda complessiva dei consumatori potrebbe attenuare in parte le tensioni dal lato dell'offerta a livello mondiale, che, come mostrato in precedenza, sembrano essere principalmente dovute a una forte domanda. Infine, un incremento più veloce del previsto della produzione di semiconduttori e della capacità di trasporto marittimo potrebbe indurre una più rapida risoluzione delle interruzioni dal lato dell'offerta.

⁹ Cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 7/2021 di questo Bollettino; Tim Hunter, "Supply chain problems peaking, but risks remain", *Research Briefing Global*, Oxford Economics, 18 novembre 2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20 ottobre 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond e Federal Reserve Bank of Atlanta, 14 ottobre 2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d'Italia, 8 novembre 2021.

I mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito durante la ripresa successiva alla pandemia

a cura di Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Michel Soudan e Tajda Spital

Durante la ripresa successiva alla pandemia, i mercati del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito mostrano numerose analogie, sebbene con implicazioni diverse per le retribuzioni. Il presente riquadro passa in rassegna gli

andamenti osservati dopo la pandemia nel mercato del lavoro negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Rileva che, in entrambi i paesi, gli squilibri tra domanda e offerta di lavoro stanno causando condizioni di tensione elevata e insolita per una fase della ripresa ancora agli inizi. Ciò potrebbe tradursi in pressioni salariali generalizzate, che a loro volta costituiscono un rischio per l'inflazione. Tali pressioni stanno diventando sempre più evidenti negli Stati Uniti, mentre nel Regno Unito sono meno marcate.

Negli Stati Uniti la domanda di lavoro supera l'offerta. Secondo gli ultimi dati disponibili, a ottobre 2021 il tasso di partecipazione alle forze di lavoro era ancora sensibilmente inferiore al livello precedente la crisi (1,7 punti percentuali al di sotto del livello registrato a febbraio 2020). Si tratta di un livello osservabile in genere in una fase iniziale della ripresa del ciclo del mercato del lavoro. L'obiettivo di piena occupazione perseguito dal Federal Reserve System, di cui il tasso di partecipazione è uno degli elementi, appare tutt'altro che prossimo al raggiungimento (cfr. il grafico A). Al tempo stesso, le imprese stanno cercando nuovo personale a un ritmo sostenuto in risposta alla rapida ripresa dell'economia statunitense. Ciò ha determinato livelli di posti di lavoro disponibili molto alti, perfino senza precedenti, normalmente riscontrabili in una fase avanzata del ciclo del mercato del lavoro. Di conseguenza, le tensioni nel mercato del lavoro hanno già superato i livelli precedenti la crisi, anziché segnare una lenta ripresa, come avvenuto dopo la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico A)¹. La mancanza di reazione dell'offerta di lavoro (basso tasso di partecipazione) all'aumento della domanda (elevato livello di posti disponibili) è indicativa di un calo dell'efficienza dell'equilibrio tra domanda e offerta nell'attuale ripresa. Ciò sembra essere particolarmente vero per le imprese con frequenti contatti con la clientela, quali bar e ristoranti, che hanno incontrato difficoltà nell'attrarre lavoratori. L'offerta di lavoro è diminuita anche a seguito di un temporaneo aumento dei sussidi di disoccupazione (particolarmente considerevole per i lavoratori con basse retribuzioni), dei prepensionamenti e di una maggiore necessità di occuparsi di bambini e altri membri della famiglia durante la pandemia, soprattutto per le donne². Ciò spiega in parte il fenomeno che è stato definito la "Great Resignation" (grandi dimissioni), in quanto i programmi di sostegno hanno

¹ L'indagine Empire State Manufacturing conferma che le imprese stanno incontrando difficoltà nell'espandere la propria forza lavoro.

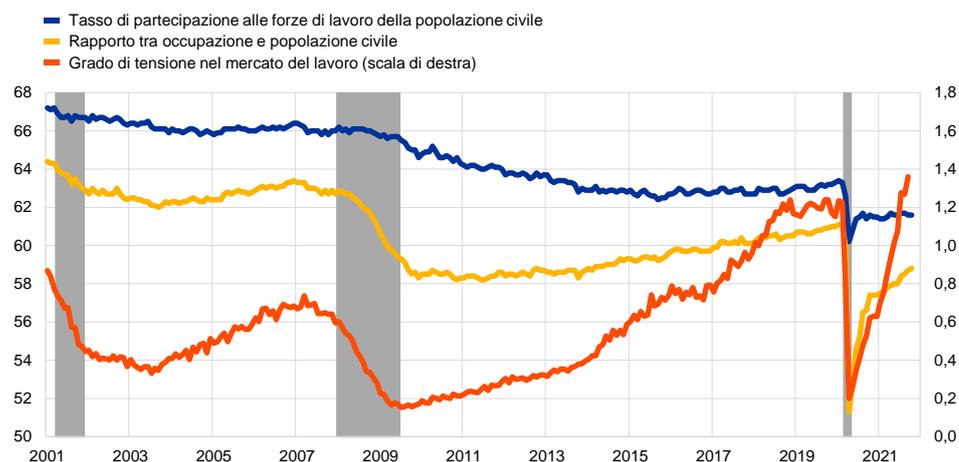
² Negli Stati Uniti la lenta ripresa della partecipazione da parte della fascia di lavoratori più anziani potrebbe essere in parte dovuta ai timori legati alla pandemia. Per un'analisi dettagliata a livello dell'area dell'euro, cfr. il riquadro *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

concesso maggiori margini di libertà alle persone nel lasciare la propria occupazione o nell'essere più selettive nella ricerca di un nuovo impiego.

Grafico A

Tasso di occupazione, tasso di partecipazione alle forze di lavoro e grado di tensione nel mercato del lavoro negli Stati Uniti

(percentuali della popolazione civile; rapporto fra posti di lavoro disponibili e disoccupazione; dati mensili)



Fonti: BLS ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grado di tensione nel mercato del lavoro è calcolato come il rapporto fra posti disponibili e disoccupazione. Le aree ombreggiate indicano le fasi di recessione. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021 per il grado di tensione e a ottobre 2021 per i tassi di occupazione e partecipazione alle forze di lavoro.

L'aumento delle tensioni nel mercato del lavoro si è tradotto in pressioni salariali generalizzate.

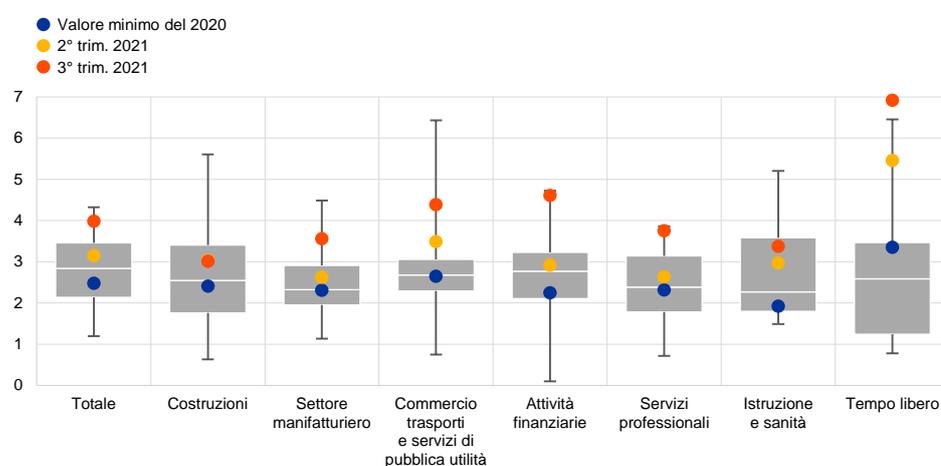
Mentre l'elevato livello di posti di lavoro disponibili ha interessato tutti i settori, fino al secondo trimestre dell'anno la crescita salariale, misurata dall'indice del costo del lavoro, è stata limitata ai comparti legati al tempo libero e alla ricettività, in quanto le imprese hanno cercato di rendere più appetibili queste occupazioni, caratterizzate da un'elevata intensità di contatti e prevalentemente da una bassa retribuzione (cfr. il grafico B). Nel terzo trimestre dell'anno, tuttavia, si è osservato un incremento della dinamica salariale anche nella maggior parte degli altri comparti, quali il commercio e, in misura minore, il settore manifatturiero, le attività finanziarie e i servizi professionali, sebbene per questi ultimi tre settori le retribuzioni si siano mantenute ancora entro intervalli di valori osservati in passato. Tale andamento ha dato origine a un dibattito sul rischio di un ulteriore ampliamento delle pressioni salariali e sull'ipotesi che esso, in ultima istanza, possa innescare una spirale salari-prezzi. L'eventualità che tali rischi si concretizzino dipende da vari fattori. In primo luogo, quasi tutte le determinanti che hanno frenato l'offerta di lavoro negli Stati Uniti dovrebbero essere temporanee e invertire la propria tendenza nei prossimi mesi, riducendo di conseguenza il grado di tensione. Il temporaneo aumento dei sussidi di disoccupazione è già venuto meno. Inoltre i nuovi contagi da coronavirus (COVID-19) sono in calo dall'estate, il che dovrebbe attenuare i timori di un ritorno al lavoro nei settori ad alta intensità di contatti, e la riapertura delle scuole dovrebbe favorire il ritorno al lavoro da parte dei genitori. Nel contempo, la crescita della produttività superiore alla media ha mantenuto il costo del lavoro per unità di prodotto su livelli prossimi alle medie di lungo periodo; tale indicatore è più significativo dei salari nominali per le imprese nel processo di

formazione dei prezzi. Infine, il recente aumento dell'inflazione è stato determinato in larga misura da beni e servizi, per i quali la crescita salariale è rimasta contenuta (ad esempio nel settore automobilistico), o è correlato ad altri fattori (quali i canoni di locazione, connessi agli andamenti del mercato immobiliare). D'altro canto, sebbene le clausole di indicizzazione non siano una prassi comune negli Stati Uniti, in futuro un contesto di elevata inflazione (il tasso di inflazione complessiva più elevato registrato dal 1990), unitamente alle tensioni nel mercato del lavoro, potrebbe tradursi in un maggior rischio di diffusione delle rivendicazioni salariali.

Grafico B

Indice settoriale del costo del lavoro negli Stati Uniti

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonti: BLS ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i box plot mostrano il valore minimo, il primo quartile, la mediana, il terzo quartile e il valore massimo dal primo trimestre del 1997 al quarto trimestre del 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Segnali di maggiore tensione, unitamente a una lenta ripresa dell'occupazione e della partecipazione, stanno caratterizzando anche il mercato del lavoro britannico.

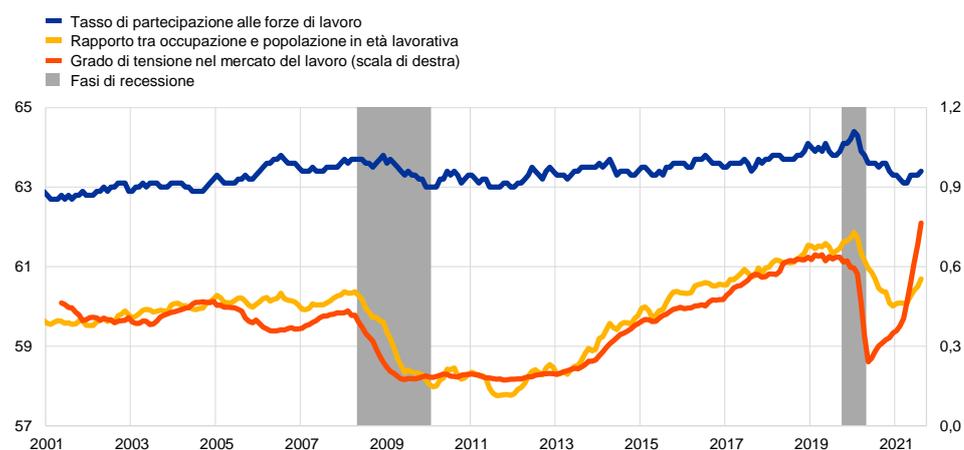
Analogamente a quanto osservato negli Stati Uniti, sia il tasso di occupazione sia il tasso di partecipazione alle forze di lavoro stanno tornando solo lentamente su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi. Rispetto a febbraio 2020 presentano divari di 1,2 e 0,9 punti percentuali, rispettivamente, che si confermano notevoli e indicano una fase ciclica iniziale della ripresa del mercato del lavoro (cfr. il grafico C). Per contro, i posti di lavoro disponibili sono aumentati in misura piuttosto marcata, perché le imprese del Regno Unito hanno dovuto far fronte sia a un aumento della domanda di beni e servizi (in seguito alla riapertura delle attività economiche) sia a un calo dell'offerta di lavoratori meno qualificati provenienti dall'UE (a causa della Brexit). Di conseguenza, il grado di tensione nel mercato del lavoro ha già superato i livelli precedenti la crisi, come se ci si trovasse in una fase avanzata del ciclo, a differenza della ripresa più lenta osservata dopo la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico C). Analogamente agli Stati Uniti, nel Regno Unito la reazione debole sul lato dell'offerta rispetto alla forte domanda è indicativa di un calo dell'efficienza dell'equilibrio nel mercato del lavoro. Le determinanti di tale fenomeno sono simili, ma nel caso del Regno Unito esso è attribuibile anche alla minore partecipazione di molti giovani che hanno scelto di proseguire gli studi. Le tensioni nel mercato del lavoro potrebbero essere spiegate anche dal regime di

cassa integrazione, perché i dipendenti coinvolti hanno avuto meno incentivi a entrare a far parte della popolazione di lavoratori disponibili e a cercare nuove occupazioni. Tale regime si è tuttavia concluso a settembre, quindi il grado di tensione nel mercato del lavoro potrebbe già essere inferiore a quanto mostrato dai dati ufficiali.

Grafico C

Tasso di occupazione, tasso di partecipazione alle forze di lavoro e grado di tensione nel mercato del lavoro nel Regno Unito

(percentuali della popolazione in età lavorativa e rapporto fra posti di lavoro disponibili e disoccupazione; media mobile di tre mesi)



Fonti: ONS ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grado di tensione nel mercato del lavoro è calcolato come il rapporto fra posti disponibili e disoccupazione. Le aree ombreggiate indicano le fasi di recessione. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021.

Per effetto degli andamenti eterogenei nei posti di lavoro disponibili, le pressioni salariali finora si sono limitate a settori specifici. Sebbene la crescita a livello dell'intera economia delle retribuzioni settimanali medie rimanga elevata (al 5,8 per cento in settembre), gran parte dell'incremento è riconducibile a effetti base negativi connessi all'introduzione del regime di cassa integrazione durante lo scorso anno³. Tale fenomeno è evidente anche a livello dei singoli settori, in quanto nel secondo trimestre dell'anno gli effetti base hanno determinato un aumento delle retribuzioni a tassi storicamente elevati nella maggior parte dei comparti. I dati più recenti relativi al terzo trimestre indicano che la crescita salariale non è aumentata ulteriormente e, nella maggior parte dei casi, è perfino diminuita (cfr. il grafico D)⁴. I maggiori incrementi retributivi si sono riscontrati nei servizi professionali e alle imprese, nonché nei settori che in precedenza sia avvalevano di lavoratori stranieri scarsamente qualificati (costruzioni, tempo libero e ricettività). Va notato che nonostante alcune professioni specifiche (quali per esempio i conducenti di automezzi pesanti) abbiano registrato un aumento notevole delle retribuzioni, tale incremento non ha riguardato l'intero settore (commercio, trasporti e servizi di pubblica utilità). Pertanto, il rischio di pressioni salariali generalizzate e di una spirale

³ Il regime di cassa integrazione gestito dal governo nel Regno Unito prevedeva una retribuzione pari all'80 per cento del salario abituale, fino a un massimo di 2.500 sterline al mese, con una conseguente notevole diminuzione delle retribuzioni settimanali medie.

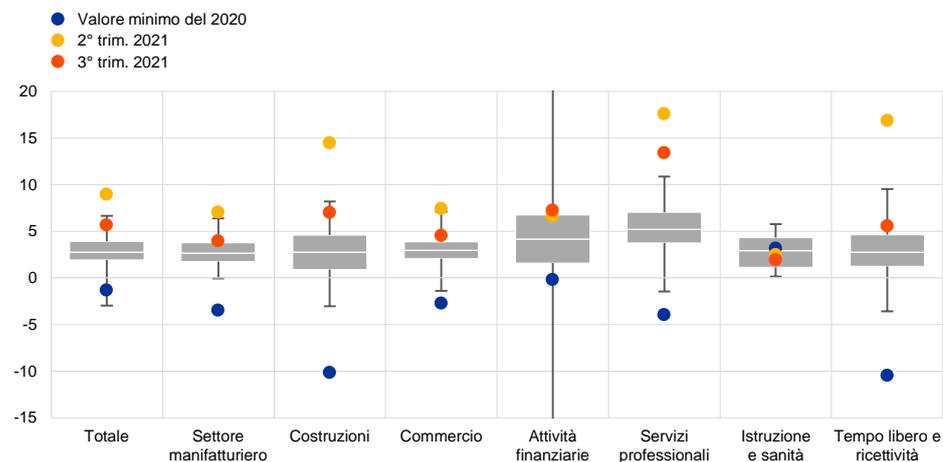
⁴ Confrontando i tassi di crescita annualizzati in un periodo di due anni, l'influenza degli effetti base scompare e nel secondo e terzo trimestre si evidenziano pressioni salariali solo di entità modesta.

salari-prezzi sembra meno probabile in questa fase della ripresa, considerato che la crescita di fondo dei salari resta molto più contenuta.

Grafico D

Retribuzioni settimanali medie per settore nel Regno Unito

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; media mobile di tre mesi)



Fonti: ONS ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: i box plot mostrano il valore minimo, il primo quartile, la mediana, il terzo quartile e il valore massimo dal primo trimestre del 2020 al quarto trimestre del 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2021.

Nel complesso, benché si stiano verificando carenze di manodopera sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito, gli andamenti dal punto di vista retributivo mostrano alcune differenze. I fattori alla base dei vincoli all'offerta di manodopera dovrebbero diminuire lievemente in entrambi i paesi. Nel Regno Unito probabilmente ciò comporterà una riduzione del grado di tensione nel mercato del lavoro e una mitigazione delle pressioni salariali, che finora sono state molto localizzate. Negli Stati Uniti, le aspettative di un'ulteriore crescita economica vigorosa nel breve periodo potrebbero prolungare le tensioni nel mercato del lavoro, le quali determinerebbero a loro volta incrementi salariali più generalizzati.

3 Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro

a cura di Annalisa Ferrando e Sofia Gori

Il presente riquadro introduce nuovi indicatori delle condizioni di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro, formati sulla base dei dati ricavati dalle indagini condotte a livello di impresa. Sin dall'inizio dell'emergenza, e in particolare a partire da dicembre 2020, il Consiglio direttivo si è impegnato a preservare condizioni di finanziamento favorevoli per tutta la durata della pandemia, attribuendo a tali condizioni un ruolo guida nella conduzione della politica monetaria¹. Per misurare le condizioni di finanziamento, la BCE adotta un approccio olistico, avvalendosi di un'ampia gamma di indicatori che si collocano lungo l'intera catena di trasmissione della politica monetaria. Essi spaziano dalle fasi "a monte", con i tassi di interesse che si trovano all'inizio del processo di trasmissione (ossia i tassi privi di rischio e i rendimenti dei titoli di Stato), alle fasi "a valle", con indicatori che misurano gli effetti sul costo e sui volumi del finanziamento esterno per imprese e famiglie. Il presente riquadro si focalizza sui nuovi indicatori delle condizioni di finanziamento a valle della catena di trasmissione per le società non finanziarie dell'area dell'euro, ricavate dalle informazioni raccolte nell'ambito dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ([Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE](#)). Tali informazioni integrano un'analisi delle condizioni finanziarie basata su indicatori quantitativi che utilizzano come riferimento le banche e il mercato.

In base alla ricca serie di dati forniti dall'indagine SAFE, sono tre gli indicatori sintetici che riassumono la percezione delle condizioni di finanziamento da parte delle imprese dell'area dell'euro a partire dal 2009. L'indagine SAFE è costituita da domande suddivise in quattro gruppi. Il primo gruppo riguarda le variazioni dei termini e delle condizioni di prezzo ed è collegato ai tassi di interesse applicati dalle banche e agli altri costi del finanziamento bancario (oneri, commissioni e provvigioni), mentre il secondo si concentra sulle variazioni dei termini e delle condizioni diversi dai prezzi e incorpora domande concernenti il collaterale e altri fattori quali le garanzie richieste, i requisiti informativi, le procedure, i tempi per l'approvazione dei prestiti e le clausole contrattuali. Il terzo gruppo di domande riguarda la posizione finanziaria delle imprese e si concentra sulle variazioni degli utili, sul capitale proprio e sui precedenti crediti, nella misura in cui si ritiene che tali variabili incidano sull'accesso al credito da parte di un'impresa. Le variazioni di questi parametri rivelano informazioni sulla solidità finanziaria dei bilanci dei prenditori di fondi e sono utilizzate dalle banche per decidere se erogare credito o meno. Il quarto gruppo di domande riguarda le percezioni delle imprese in merito alle variazioni nella disponibilità, da parte delle banche, a erogare credito e fornisce inoltre informazioni significative sull'offerta di finanziamento esterno. Tali domande possono indicare indirettamente la misura in cui le operazioni di politica monetaria

¹ Cfr. Lane, P., "The compass of monetary policy: favourable financing conditions", intervento pronunciato dinanzi alla *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* il 25 febbraio 2021.

stiano contribuendo ad agevolare l'accesso al finanziamento bancario e ad assicurare la continuità del credito all'economia reale. A partire dalle singole risposte fornite da circa 35.000 aziende ai quattro gruppi di domande sopra descritti², è possibile cogliere diversi aspetti delle condizioni di finanziamento generali applicando l'analisi fattoriale³. L'analisi individua tre "componenti principali", che possono essere interpretate come correlate alla posizione finanziaria delle imprese, ai termini e alle condizioni diversi dai prezzi, nonché ai termini e alle condizioni di prezzo. Queste componenti sono illustrate nel grafico A, ordinate sulla base della loro rilevanza nel giustificare la varianza complessiva delle condizioni di finanziamento generali. Un valore positivo di una componente principale segnala un inasprimento delle condizioni di finanziamento.

Nel complesso, i tre indicatori segnalano diverse fasi importanti nella percezione delle condizioni di finanziamento da parte delle imprese, strettamente in linea con le misure di politica monetaria adottate dalla BCE nel tempo (cfr. tutti i pannelli del grafico A). Gli indicatori segnalano un generale allentamento delle condizioni di finanziamento nell'ultimo decennio, coerente con l'orientamento accomodante della politica monetaria attuata nel corrispondente periodo e con le misure adottate per ripristinare il meccanismo di trasmissione a partire dalla crisi finanziaria mondiale⁴. Sebbene le condizioni di finanziamento siano state generalmente più rigide per le piccole e medie imprese rispetto alle aziende più grandi per la maggior parte del periodo considerato, si è osservato un allentamento delle condizioni di finanziamento per le imprese di tutte le dimensioni e tale allentamento è proseguito con periodi di inversione di tendenza soltanto temporanei.

² Corrispondente a un totale di 58.000 osservazioni nel periodo 2009-2021 (fino a settembre).

³ Tecnicamente, l'analisi fattoriale fornisce un maggior numero di componenti principali. Utilizzando l'analisi parallela di Horn, sono state mantenute tre componenti principali. Insieme, esse giustificano oltre il 65 per cento della varianza totale nella serie di dati formata da otto variabili singole. Dopo aver valutato la validità della riduzione dei dati mediante i metodi statistici di Kaiser-Meyer-Olkin e l'alpha di Cronbach, i pesi fattoriali sono stati sottoposti a rotazione obliqua al fine di produrre fattori correlati. Sulla base della matrice dei pesi fattoriali così ruotata, abbiamo assegnato a ciascuna componente principale un significato specifico osservando i maggiori pesi fattoriali per ogni variabile.

⁴ Per una descrizione dettagliata delle diverse fasi e delle relative misure adottate dalla BCE sino all'inizio della pandemia di COVID-19, cfr. l'articolo [Accesso al credito per le piccole e medie imprese dopo la crisi finanziaria: i risultati delle indagini](#) nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

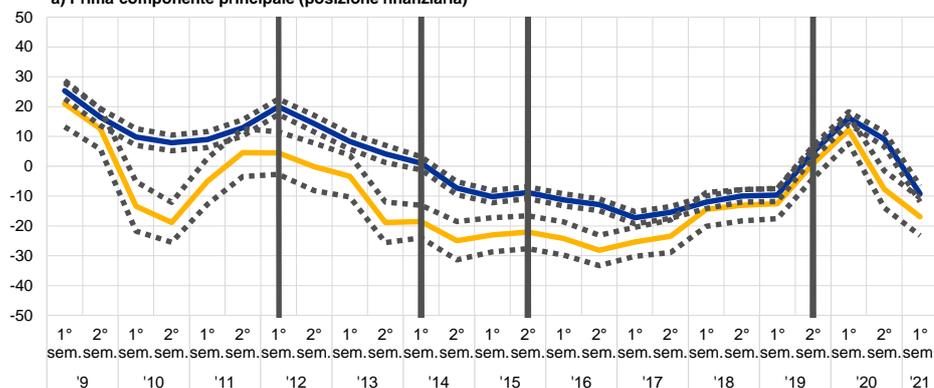
Grafico A

Indicatori delle condizioni di finanziamento in base all'analisi fattoriale

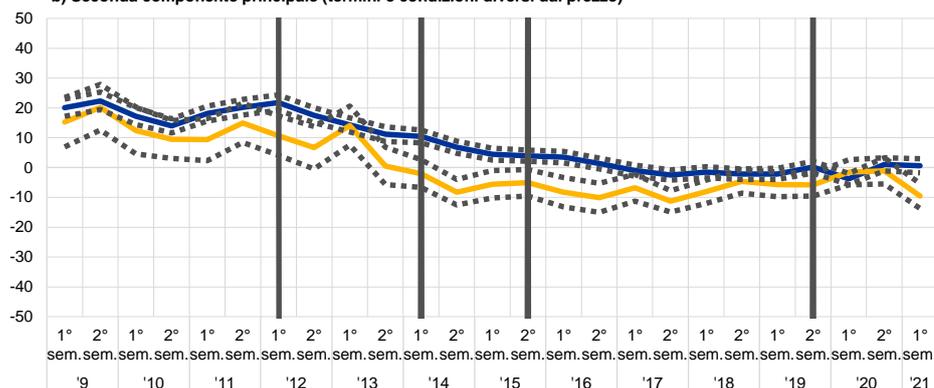
(valori ponderati in percentuale)

- Piccole e medie imprese
- Imprese di grandi dimensioni
- Intervallo di confidenza al 95%

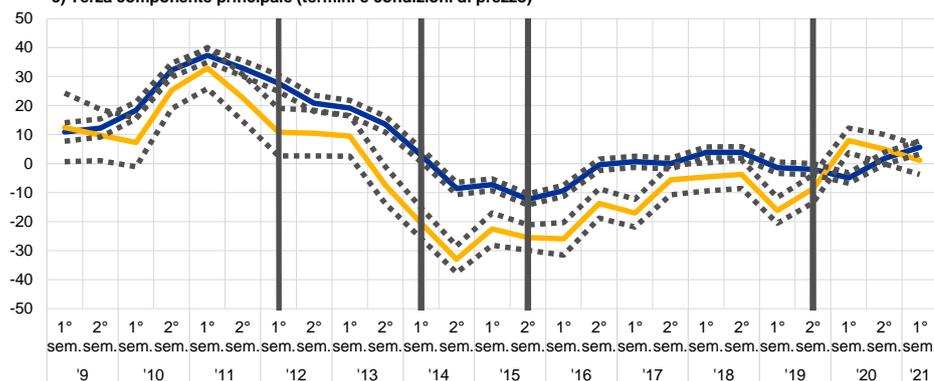
a) Prima componente principale (posizione finanziaria)



b) Seconda componente principale (termini e condizioni diversi dal prezzo)



c) Terza componente principale (termini e condizioni di prezzo)



Fonti: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE) della BCE e della Commissione europea.

Note: i valori positivi indicano un inasprimento delle condizioni di finanziamento, misurato in base alle componenti principali. Le piccole e medie imprese hanno un numero di dipendenti inferiore a 250. I singoli valori relativi a ciascuna componente principale sono ponderati per categoria dimensionale, attività economica e paese al fine di riflettere la struttura economica del sottostante gruppo di imprese. I singoli valori sono standardizzati in modo da rappresentare un intervallo compreso tra -1 e 1 e sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi ponderati in percentuale. La prima linea verticale grigia denota l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (ODM); la seconda individua l'inizio della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e la politica dei tassi di interesse negativi; la terza indica l'inizio delle OMRLT-II e del programma di acquisto di attività del settore societario e l'ultima corrisponde all'inizio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e delle OMRLT-III. Le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza del 95 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo da aprile a settembre 2021.

Nella percezione delle imprese in merito alle variazioni delle condizioni di finanziamento, la fase più recente ha coinciso con l'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e con l'allentamento delle condizioni per la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III).

Secondo i risultati delle ultime indagini, che riguardano il periodo da aprile a settembre 2021, dopo la rapida contrazione economica l'accesso al finanziamento è migliorato a tal punto che la disponibilità di finanziamento esterno è stata ritenuta superiore alla domanda. Tuttavia, nel corso di quest'ultima fase le tre principali componenti hanno offerto valutazioni divergenti delle condizioni di finanziamento, data la natura specifica della crisi economica indotta dalla pandemia.

Il primo indicatore delle condizioni di finanziamento enfatizza il ruolo svolto dalle variazioni nella qualità dei bilanci delle imprese (utili, capitale proprio e merito di credito) nel determinare l'accesso al finanziamento esterno (posizione finanziaria: pannello a) del grafico A).

Se si considera il periodo della pandemia e quello immediatamente precedente (le ultime quattro edizioni dell'indagine), dopo un significativo peggioramento all'inizio della pandemia, la posizione finanziaria delle imprese è migliorata di pari passo con la recente ripresa dell'attività economica. Da aprile 2020 a marzo 2021 le piccole e medie imprese hanno segnalato un marcato calo degli utili e una certa erosione delle loro posizioni patrimoniali. Poiché entrambi gli indicatori rappresentano determinanti di rilievo nelle decisioni sui prestiti delle banche, tale peggioramento è stato percepito dalle imprese come un ostacolo per l'accesso al finanziamento esterno. Nell'ultima edizione dell'indagine (da aprile a settembre 2021) le piccole e medie imprese hanno segnalato un nuovo allentamento delle condizioni, che ha rispecchiato le loro percezioni ottimistiche sulla crescita del fatturato nel lungo periodo, nonostante la persistente debolezza dei risultati in termini di profitti. Anche le grandi aziende hanno osservato un peggioramento nella situazione dei propri utili, seppur di breve durata.

La seconda componente è incentrata principalmente su fattori legati alle variazioni dei requisiti in termini di collaterale e altre garanzie (termini e condizioni diversi dal prezzo: pannello b) del grafico A).

Questo indicatore si è mantenuto più stabile nel tempo, con una tendenza complessiva alla diminuzione. Esso segnala un allentamento delle condizioni di finanziamento durante la pandemia solo per le grandi aziende, mentre le piccole e medie imprese hanno osservato un peggioramento dovuto ai più stringenti requisiti per le garanzie e ad altre condizioni applicate, come le clausole contrattuali.

La terza componente riflette principalmente le variazioni dei tassi di interesse e degli altri costi del finanziamento (termini e condizioni di prezzo: pannello c) del grafico A).

Questa componente potrebbe essere quella che meglio riflette la trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento delle imprese durante le quattro fasi descritte sopra. Per le piccole e medie imprese essa segnala un certo inasprimento in relazione ai costi bancari a partire da ottobre 2020, mentre per le grandi imprese la medesima componente segnala un inasprimento

in corrispondenza dell'inizio della pandemia, che si è tuttavia considerevolmente ridimensionato nel periodo più recente (da aprile a settembre 2021).

Le percezioni delle imprese sulle condizioni di finanziamento correlate ai termini e alle condizioni di prezzo riproducono da vicino la tendenza osservata nei termini e nelle condizioni dalle banche dell'area dell'euro.

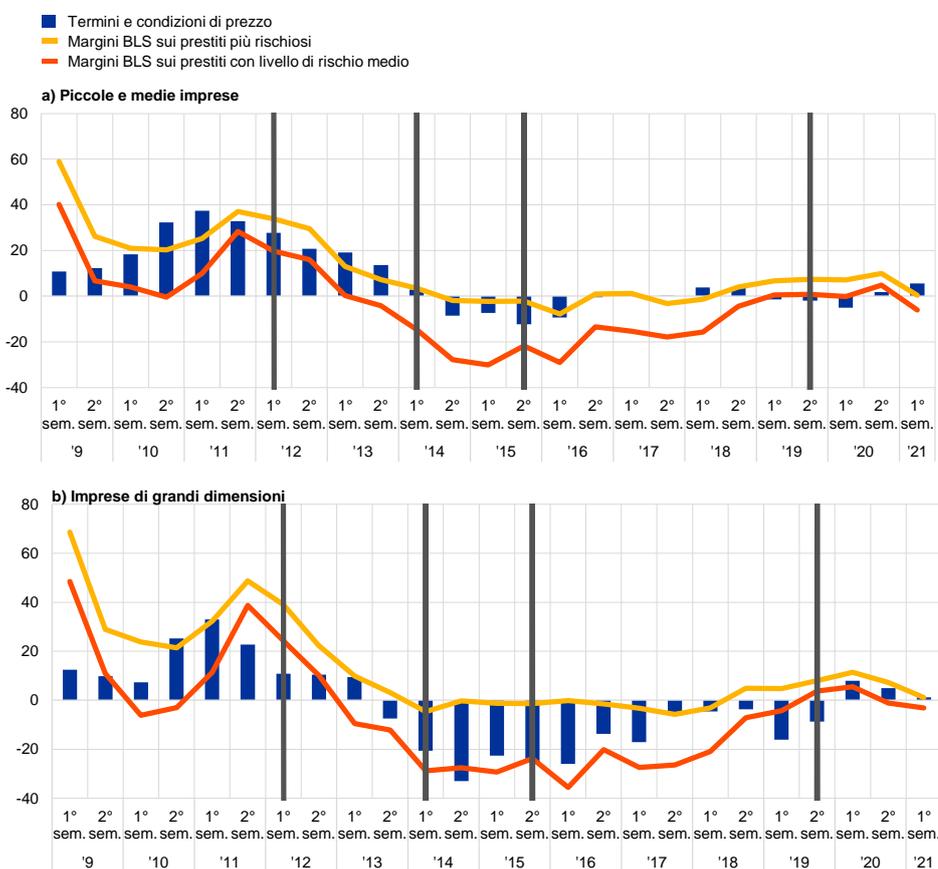
Il grafico B mette a confronto la dinamica della componente relativa ai termini e alle condizioni di prezzo con due importanti aspetti dei termini e delle condizioni applicati dalle banche nei contratti di prestito. Si tratta dei margini applicati ai contratti di prestito con livello di rischio medio o più elevato, definiti come differenziale rispetto agli appropriati tassi di riferimento di mercato. I cambiamenti associati a queste variabili sono regolarmente segnalati dalle banche dell'area dell'euro nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS)⁵. A partire dal 2009, a un ampliamento (o a una riduzione) dei margini applicati dalle banche è corrisposto un peggioramento (o un miglioramento) delle condizioni di finanziamento segnalate dalle imprese. Subito prima dell'inizio della pandemia, i segnali provenienti dall'indagine BLS indicavano un inasprimento generalizzato delle condizioni di concessione del credito, anche se i tassi sui prestiti bancari si mantenevano su livelli storicamente favorevoli. Le banche hanno attribuito tale inasprimento all'intensificarsi dei rischi relativi al merito di credito delle imprese (rilevato qui anche dal primo indicatore) e alla prospettiva di possibili perdite sui crediti in futuro. Nel momento in cui un numero sempre maggiore di imprese ha beneficiato della ripresa, l'inasprimento si è attenuato e i margini sui prestiti sono stati segnalati come sostanzialmente invariati nella BLS ricompresa nell'ambito dell'ultima edizione dell'indagine SAFE. Nel contempo, le piccole e medie imprese hanno percepito un peggioramento delle condizioni di finanziamento per quel che riguarda i termini e le condizioni di prezzo. Tale inasprimento più recente, intervenuto tra aprile e settembre 2021, potrebbe essere dovuto al minore ricorso ai prestiti garantiti dallo Stato legati alla pandemia, che le banche hanno generalmente concesso a condizioni molto favorevoli, tra cui criteri di approvazione dei prestiti meno stringenti.

⁵ Per ciascuna edizione (semestrale) dell'indagine SAFE è stata calcolata la media delle risposte fornite nell'ambito della BLS per i due trimestri corrispondenti.

Grafico B

Condizioni del credito bancario e terza componente principale (termini e condizioni di prezzo)

(percentuali nette per i margini; valori ponderati per i termini e le condizioni di prezzo, in percentuale)



Fonti: indagine sul credito bancario (BLS) nell'area dell'euro e indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE) della BCE e della Commissione europea.

Note: i valori positivi indicano un deterioramento della componente principale e un ampliamento netto dei margini sui prestiti.

Le piccole e medie imprese hanno un numero di dipendenti inferiore a 250. I singoli valori relativi alla componente principale sono ponderati per categoria dimensionale, attività economica e paese al fine di riflettere la struttura economica del sottostante gruppo di imprese. I singoli valori sono standardizzati in modo da rappresentare un intervallo compreso tra -1 e 1 e sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi ponderati in percentuale. Per ciascuna edizione (semestrale) dell'indagine SAFE è stata calcolata la media delle risposte fornite nell'ambito della BLS per i due trimestri corrispondenti. La prima linea verticale grigia denota l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (ODM); la seconda individua l'inizio della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e la politica dei tassi di interesse negativi; la terza indica l'inizio delle OMRLT-II e del programma di acquisto di attività del settore societario e l'ultima corrisponde all'inizio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e delle OMRLT-III. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo da aprile a settembre 2021.

Un inasprimento delle condizioni di finanziamento che si riflette nell'aumento di una delle componenti principali accresce la probabilità che un'impresa segnali aspettative di un peggioramento nella disponibilità futura di prestiti bancari (cfr. il grafico C). Nell'indagine SAFE, alle imprese viene richiesto di indicare le loro aspettative in merito alla disponibilità futura di finanziamenti esterni nei sei mesi successivi alla raccolta dei dati⁶. Seguendo l'approccio adottato da Ferrando e Ganoulis⁷, si utilizza un modello logistico per collegare il peggioramento atteso in merito alla disponibilità futura di prestiti bancari alle tre componenti

⁶ Ad esempio, nell'ultima edizione dell'indagine, alle imprese è stato chiesto, fra la metà di settembre e la metà di ottobre 2021, di indicare le variazioni nell'accesso al finanziamento osservate per il periodo tra aprile e settembre 2021, nonché quelle attese per il periodo tra ottobre 2021 e marzo 2022.

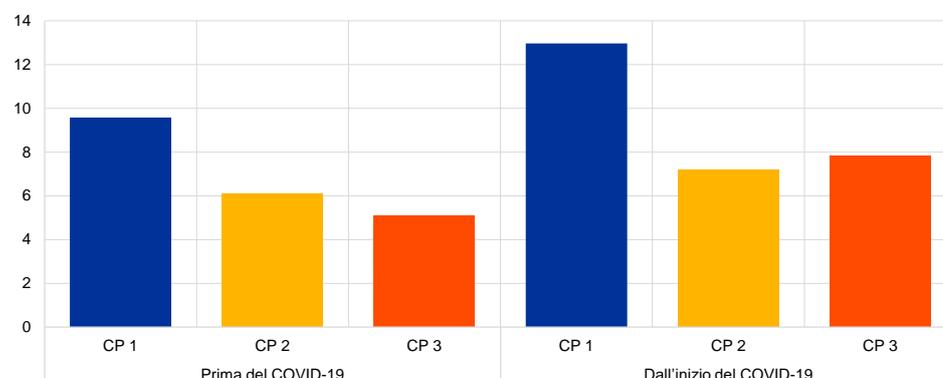
⁷ Ferrando, A. e Ganoulis, I., "Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic", *Working Paper Series*, n. 2446, BCE, 2020.

principali, a una serie di valori dummy che tengono conto degli andamenti macroeconomici distintamente per ogni paese e periodo, nonché a un insieme di caratteristiche delle imprese (settore e dimensioni)⁸. Il grafico C rappresenta la probabilità che un'impresa segnali un peggioramento nella disponibilità futura di prestiti bancari a seguito di variazioni delle condizioni di finanziamento (effetti marginali medi). Le prime tre colonne si basano su stime relative al periodo precedente la pandemia, mentre le altre tre fanno riferimento a stime effettuate dopo l'inizio della pandemia. Tutti gli effetti marginali riportati sono positivi e statisticamente significativi.

Grafico C

Contributi degli indicatori delle condizioni di finanziamento al peggioramento percepito in merito alla disponibilità di prestiti bancari in futuro

(effetti marginali medi; valori percentuali)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (SAFE) della BCE e della Commissione europea.
 Note: effetti marginali medi dell'aumento di una deviazione standard nelle componenti principali su un peggioramento nella futura disponibilità di prestiti bancari in base a regressioni logistiche. CP indica "componente principale". CP 1 si riferisce alle posizioni finanziarie delle imprese; CP 2 ai termini e alle condizioni diversi dal prezzo; CP 3 ai termini e alle condizioni di prezzo.

Dall'inizio della pandemia di COVID-19, le imprese hanno mostrato una preoccupazione via via crescente rispetto al fatto che la futura disponibilità di prestiti bancari potesse ridursi in caso di aumento dei costi del finanziamento.

L'importanza della componente collegata alle variazioni dei tassi di interesse bancari e agli altri costi del finanziamento nella previsione della futura disponibilità di prestiti bancari è quella che è cresciuta di più dall'inizio della pandemia di COVID-19. Un peggioramento di questa componente, direttamente collegata alle valutazioni del comportamento delle banche da parte delle imprese, di una deviazione standard fa ora aumentare la probabilità di un peggioramento nella futura disponibilità di prestiti bancari del 7,8 per cento. Fino a marzo 2020, tale valore era pari al 5,1 per cento. Tuttavia l'elemento che ancora incide maggiormente sulle aspettative in merito alla disponibilità di finanziamenti per le imprese è la posizione finanziaria di queste ultime (la prima componente principale), con effetti marginali medi pari al 9,6 per cento prima del COVID-19 e al 13 per cento dall'inizio della pandemia. Per la componente correlata ai termini e alle condizioni diversi dal prezzo (la seconda componente principale), il corrispondente aumento

⁸ Una seconda specificazione include la variazione nella disponibilità di prestiti bancari. Questa variabile svolge un ruolo analogo a quello di una variabile dipendente ritardata in un modello cross-section, anche se è segnalata dalle imprese contemporaneamente alle aspettative. I risultati econometrici sono confermati nell'ambito di questa seconda specificazione, anche se non sono riportati nel riquadro.

dall'inizio della pandemia è di 1,1 punti percentuali, sino a un livello del 7,2 per cento.

In conclusione, dall'analisi empirica emerge che, dall'inizio della pandemia, le condizioni di finanziamento complessive segnalate dalle imprese nell'ambito dell'indagine SAFE e sintetizzate attraverso le tre componenti principali sono divenute più rilevanti nel determinare le opinioni delle imprese sulla futura disponibilità di prestiti bancari.

4 Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio

a cura di Valentin Burban, Bruno De Backer, Fabian Schupp e Andreea Liliana Vladu

Il presente riquadro illustra un approccio basato su modelli e volto a distinguere due componenti non osservabili insite nelle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, ossia le aspettative di inflazione e i premi per il rischio di inflazione. L'approccio adottato si basa su modelli econometrici impiegati per analizzare la struttura a termine dei tassi sugli swap indicizzati all'inflazione (SII). Secondo alcune stime l'aumento dei tassi SII a termine osservato dalla metà del 2020 è maggiormente riconducibile ai premi per il rischio di inflazione che non alle aspettative di inflazione. Tale aumento sembra quindi essere principalmente dovuto a una variazione dei rischi di inflazione incorporati nei prezzi di mercato, passati da un livello inferiore alle attese a un livello superiore a esse.

I tassi SII sono spesso utilizzati come parametro di riferimento per le misure della compensazione dell'inflazione basate sul mercato nell'area dell'euro.

I contratti SII prevedono che alla scadenza il tasso swap fisso concordato in anticipo venga scambiato col tasso medio di inflazione realizzato nell'arco della durata dello swap, entrambi applicati a un importo nozionale. A differenza dei tassi dell'inflazione di pareggio derivati dalle obbligazioni sovrane nominali indicizzate all'inflazione ed emesse da specifici Stati membri dell'area dell'euro, i tassi SII sono meno influenzati dai problemi di liquidità del mercato¹.

Poiché i tassi SII riflettono le opinioni degli operatori dei mercati finanziari circa l'inflazione futura, essi sono tenuti sotto stretta osservazione dalle banche centrali (cfr. il grafico A).

I tassi SII rimasero relativamente stabili a poco più del 2 per cento nel periodo 2005-2007, per poi crollare nella seconda metà del 2008 con il dispiegarsi della crisi finanziaria mondiale. Pur essendo tornati su livelli prossimi al 2 per cento alla fine del 2010, scesero di nuovo gradualmente a livelli incompatibili con l'obiettivo di inflazione della BCE, all'epoca definito come "inferiore ma prossimo al 2 per cento". Ad esempio, a metà del 2016 il tasso SII a termine a un anno su un orizzonte quadriennale anni si collocava lievemente al di sotto dell'1 per cento. Pur avendo segnato un leggero recupero nel corso della prima metà del 2018, i tassi SII sono poi tornati su livelli contenuti finché la crisi legata al coronavirus (COVID-19) non ha indotto un altro drastico calo, che alla fine di marzo 2020 ha fatto registrare un minimo, seguito poi da un significativo aumento nel corso

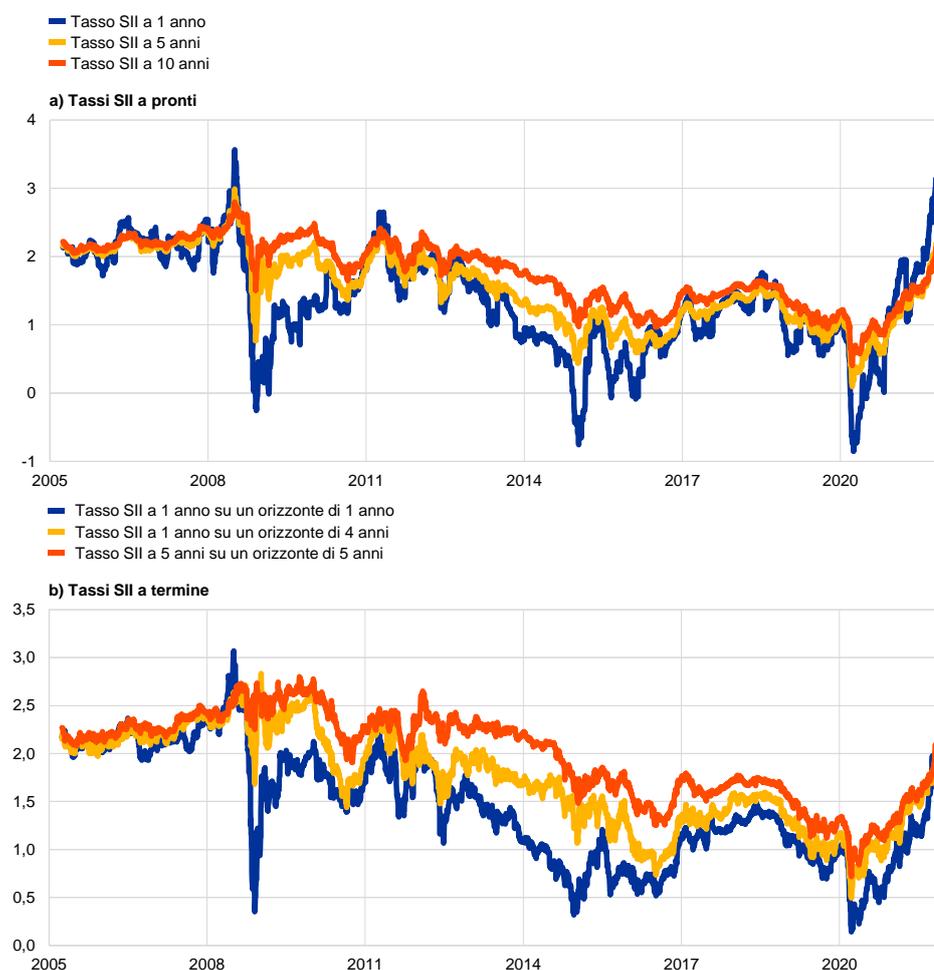
¹ Per una rassegna del mercato SII, cfr. *Dati sulle operazioni in derivati e relativo uso nelle analisi delle banche centrali e Indicatori delle attese di inflazione a più lungo termine desunti dai mercati: interpretazione degli andamenti recenti*, rispettivamente nei numeri 6/2019 e 6/2018 di questo Bollettino; Work stream on inflation expectations, "Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting", *Occasional Paper Series*, n. 264, BCE, 2021. Per convenzione di mercato, l'indice dei prezzi di riferimento per i tassi SII nell'area dell'euro è lo IAPC al netto dei tabacchi (HICPxT), con un ritardo di indicizzazione di tre mesi.

del successivo anno e mezzo. Più recentemente, il tasso SII a un anno è giunto a toccare il 3 per cento, mentre il tasso a termine a un anno su un orizzonte di un anno è rimasto al di sotto del 2 per cento. Ciò sembra indicare che i mercati finanziari ritengono transitorio il recente aumento dell'inflazione e stanno incorporando tale percezione nei prezzi. Per quanto concerne l'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio periodo, è importante notare che il tasso a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale è tornato su livelli prossimi al 2 per cento.

Grafico A

Tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: con "tasso SII a 1 anno su un orizzonte di 4 anni" si intende il tasso SII a termine a un anno su un orizzonte quadriennale; allo stesso modo vanno interpretati i riferimenti a "tasso SII a 1 anno su un orizzonte di 1 anno" e "tasso SII a 5 anni su un orizzonte di 5 anni". L'ultima osservazione si riferisce al 26 novembre 2021.

I tassi SII e le altre misure di compensazione dell'inflazione basate sul mercato riflettono non solo le aspettative dell'inflazione effettiva di chi opera sui mercati finanziari, ma anche i premi per il rischio di inflazione. L'esistenza di premi per il rischio di inflazione è dovuta all'avversione al rischio degli operatori dei mercati finanziari, che devono far fronte a fattori di incertezza. In generale, la teoria suggerisce che i premi per il rischio di inflazione tendono a essere positivi in periodi

caratterizzati da shock dal lato dell'offerta e negativi in quelli contraddistinti da shock dal lato della domanda². Gli shock avversi dal lato dell'offerta, ad esempio, incentivano premi positivi per il rischio di inflazione, in quanto implicano che l'inflazione tende ad aumentare quando i profitti offerti dalle attività finanziarie (in termini reali) ricevono una valutazione elevata, ossia quando l'attività reale diminuisce e l'utilità marginale dei consumi cresce.

Per scomporre i tassi SII in aspettative di inflazione e premi per il rischio di inflazione possono essere utilizzati i modelli econometrici della struttura a termine degli stessi tassi SII. I modelli stimati in genere incorporano le principali determinanti economiche del tasso di inflazione a breve termine ("fattori di prezzo") e un meccanismo che tiene conto della dinamica di tali fattori (la "legge di movimento"). Questi elementi consentono di formulare previsioni sul tasso di inflazione a breve termine e di calcolare per ogni scadenza le medie di queste previsioni. Le aspettative di inflazione possono quindi essere stimate come il tasso medio di inflazione a breve termine su un dato orizzonte temporale, mentre i premi per il rischio di inflazione possono essere approssimati come differenza tra i tassi SII e tali aspettative di inflazione³.

Nel presente riquadro, per scomporre i tassi SII in aspettative di inflazione e premi per il rischio di inflazione, vengono utilizzate due varianti di un modello econometrico della struttura per scadenza. I modelli considerano tre fattori di prezzo che spiegano gran parte della variazione nel tempo dei tassi SII di fine mese su diverse scadenze⁴. Come in qualunque modello stazionario della struttura per scadenza, entrambe le varianti del modello implicano la convergenza del tasso SII a breve termine su un numero fisso nel lungo periodo. Poiché è difficile stabilire empiricamente tale punto finale⁵, esso è calibrato all'1,9 per cento. Ciò è in linea con la media storica delle previsioni di inflazione a lungo termine rilevate dall'indagine svolta presso i previsori professionali e da quella di Consensus Economics ed è compatibile con l'obiettivo quantitativo definito dalla BCE per gran parte del periodo

² Cfr., ad esempio, Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021.

³ I premi per il rischio di inflazione sono di solito calcolati come differenza tra i tassi SII "stimati" (impliciti nel modello) e le stime delle componenti associate alle aspettative.

⁴ Il modello di riferimento impiega la metodologia esposta nell'importante studio di Joslin, S., Singleton, K.J. e Zhu, H., "A new perspective on Gaussian dynamic term structure models", *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 3, 2011, pagg. 926-970, applicandola ai tassi SII di fine mese corretti per il ritardo di indicizzazione a tre mesi, come in Camba-Mendez, G. e Werner, T., "The inflation risk premium in the post-Lehman period", *Working Paper Series*, n. 2033, BCE, 2017.

⁵ Cfr., ad esempio, Villani, M., "Steady-state priors for vector autoregressions", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 24, numero 4, 2009, pagg. 630-650.

in esame⁶. Le due varianti del modello differiscono nel modo in cui stimano la legge di movimento per i fattori di prezzo. Nello specifico, il metodo utilizzato per stimare una delle varianti tiene conto di una ben nota distorsione che caratterizza le stime dei processi persistenti, a differenza del metodo utilizzato per stimare l'altra variante, che invece non la considera⁷.

I risultati della scomposizione sono rappresentati come medie delle stime ottenute con i due modelli. Le aspettative di inflazione ricavate con la prima variante del modello hanno il vantaggio di essere relativamente prossime al livello delle previsioni desunte dalle indagini; tale corrispondenza è significativa dal momento che i dati delle indagini non sono presi in considerazione nella fase di stima. Tuttavia, le aspettative di inflazione per gli orizzonti più lunghi ottenute in base al primo approccio tendono a essere piuttosto rigide e forse a sottostimare la variazione temporale effettiva e non osservabile. Nella seconda variante del modello, che prevede la correzione della distorsione della stima, le aspettative a lungo termine risultano più variabili, ma talvolta sembra che venga stabilito un nesso troppo stretto tra i tassi SII a breve termine e le aspettative su orizzonti di lungo periodo. Il metodo della media dei modelli rappresenta un punto di equilibrio tra i due approcci⁸. È tuttavia opportuno notare che le aspettative di inflazione basate su modelli (e, allo stesso modo, i premi) ricavate dai tassi SII sono soggette a incertezze legate alle stime e che i loro livelli non possono essere convalidati direttamente da una variabile omologa osservata⁹.

⁶ La calibrazione della media dell'inflazione di lungo periodo all'1,9 per cento è coerente con il nuovo modello elaborato per l'intera area, in base al quale, prima che la BCE lo aggiornasse al 2 per cento, l'obiettivo di inflazione di lungo periodo era stato fissato dalla banca centrale all'1,9 per cento l'anno (cfr. Christoffel, K., Coenen, G. e Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, n. 944, BCE, 2008; e Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, 2019). L'1,9 per cento è utilizzato anche da Mazelis, F., Motto, R., e Ristinieni, A., *Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area*, di prossima pubblicazione. L'adeguamento dell'obiettivo d'inflazione al 2 per cento nel medio termine, introdotto dalla BCE nell'ambito del riesame della strategia di politica monetaria svolto tra il 2020 e il 2021, comporta che a un certo punto potrebbe essere necessario aggiornare la media di lungo periodo delle aspettative di inflazione, fattore che potrebbe a sua volta determinare una generalizzata lieve flessione delle stime dei premi per il rischio di inflazione.

⁷ I test di Dickey-Fuller aumentati e quello di Philips e Perron non respingono l'ipotesi nulla di una radice unitaria dei tassi SII. La correzione della distorsione nella stima (nel senso di una mancanza di persistenza) prevista nel secondo modello segue la metodologia di Kilian, L., "Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses", *Review of Economics and Statistics*, vol. 81, n. 4, 1999, pagg. 652-660.

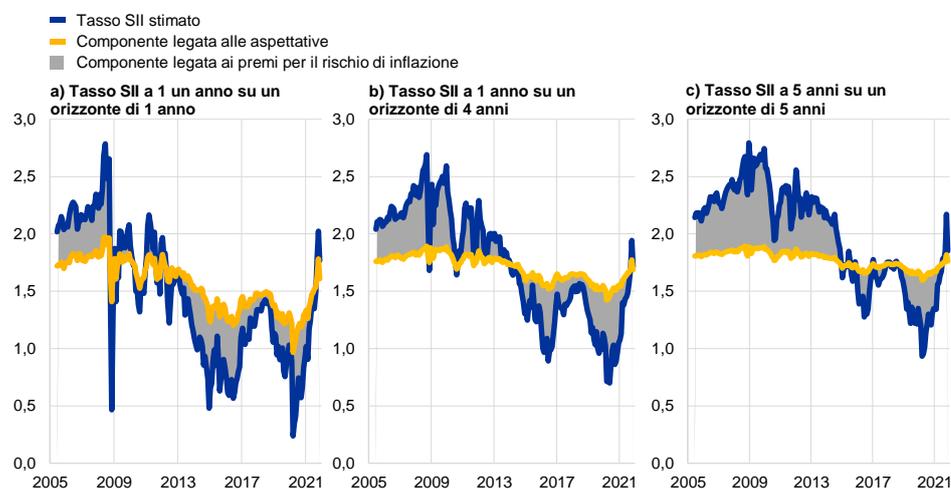
⁸ A generale conferma della "ragionevolezza" di tale approccio, si rileva che la deviazione standard delle componenti delle aspettative ottenuta dalla media delle stime elaborate dai due modelli è relativamente simile a quella delle previsioni di inflazione desunte dall'indagine presso i previsori professionali e da Consensus Economics (ad esempio, circa 10 punti base sull'orizzonte da quattro a cinque anni).

⁹ Nello specifico, le stime ricavate dalle indagini possono differire dalle aspettative reali (non osservate) incorporate nei tassi SII per il semplice fatto che rappresentano il punto di vista di diversi operatori di mercato.

Grafico B

Scomposizione basata su modelli dei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: stime medie basate su due modelli affini della struttura per scadenza che adottano l'approccio di Joslin, Singleton e Zhu (2011) applicati ai tassi SII corretti per il ritardo di indicizzazione, come in Camba-Mendez e Werner (2017). L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2021 (modelli mensili).

Le scomposizioni stimate suggeriscono che le aspettative di inflazione sono in generale più stabili rispetto ai tassi SII e che i premi per il rischio di inflazione nelle varie scadenze hanno cambiato segno in passato, anche di recente (cfr. il grafico B). Le scomposizioni indicano che le aspettative di inflazione possono variare significativamente nel tempo, anche se in generale sono più regolari dei tassi SII. Ciò vale in particolare per i tassi a termine per scadenze più lontane nel tempo, coerentemente con l'idea che l'ancoraggio delle aspettative di inflazione è, in linea di principio, migliore nel lungo periodo. Si stima che i premi per il rischio di inflazione siano passati dal territorio positivo a quello negativo nel periodo compreso tra il 2013 e il 2014, il che suggerisce che i mercati abbiano sempre più tenuto conto del rischio che le realizzazioni dell'inflazione scendessero al di sotto delle loro aspettative.

Più di recente, man mano che gli effetti della pandemia di coronavirus (COVID-19) hanno cominciato a venir meno, le stime dei premi per il rischio di inflazione sono cresciute in misura significativa e hanno persino cambiato segno per tornare forse lievemente positive. Tale variazione di segno potrebbe essere legata al fatto che i prezzi riflettono una maggiore probabilità, o quanto meno il rischio, che, in un contesto caratterizzato da perduranti strozzature nell'offerta, l'economia possa subire gli effetti causati da shock dal lato dell'offerta nel prossimo futuro¹⁰.

¹⁰ Cfr., ad esempio, il riquadro 4 dal titolo *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 28 luglio al 2 novembre 2021

a cura di Elvira Fioretto e Juliane Kinsele

Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2021. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'intervallo di tempo dal 28 luglio al 2 novembre 2021 ("periodo di riferimento").

La liquidità in eccesso media nel sistema bancario dell'area dell'euro è cresciuta di 175,5 miliardi di euro durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento del 2021, raggiungendo un livello record di 4.367 miliardi di euro. Ciò è riconducibile, in larga misura, agli acquisti di attività condotti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA), nonché al regolamento dell'ottava e della nona operazione nell'ambito della terza serie di operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine (ORMLT-III.8 e ORMLT-III.9). L'effetto delle operazioni di politica monetaria sulla liquidità in eccesso è stato in parte compensato da un considerevole incremento dei fattori autonomi netti.

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 170,8 miliardi di euro, fino a raggiungere i 2.290,2 miliardi nel periodo di riferimento. Il significativo incremento rispetto ai due periodi di mantenimento precedenti è quasi interamente imputabile a un aumento pari a 167,8 miliardi dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto i 2.138,4 miliardi di euro (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate solo marginalmente di 3 miliardi, attestandosi a 151,9 miliardi di euro.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 120,3 miliardi di euro, raggiungendo i 3.116,6 miliardi, trainati da altri fattori autonomi nonché dall'aumento delle banconote in circolazione e dei depositi delle amministrazioni pubbliche. Gli altri fattori autonomi (cfr. la tavola A per ulteriori informazioni) nel periodo di riferimento sono aumentati di 55,1 miliardi di euro, raggiungendo i 959,4 miliardi. Al contempo, le banconote in circolazione hanno registrato un'espansione di 28,7 miliardi di euro, attestandosi a 1.503,7 miliardi. I depositi delle amministrazioni pubbliche rimangono a un livello molto elevato, dopo aver registrato un aumento di 36,6 miliardi, collocandosi a 653,5 miliardi di euro, sebbene tale valore sia inferiore al massimo storico di 729,8 miliardi raggiunto nel 2020.

I fattori autonomi di immissione di liquidità sono scesi di 47,5 miliardi di euro, attestandosi a 978,6 miliardi. Ciò ha rappresentato l'effetto netto di un calo pari a 63,1 miliardi di euro delle attività nette denominate in euro e di un incremento pari a 15,6 miliardi di euro delle attività nette sull'estero.

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

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 luglio al 2 novembre 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 28 aprile al 27 luglio 2021	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 28 luglio al 14 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 15 settembre al 2 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	3.116,6	(+120,3)	3.086,2	(+28,8)	3.147,0	(+60,8)	2.996,3	(+46,9)
Banconote in circolazione	1.503,7	(+28,7)	1.499,9	(+14,1)	1.507,4	(+7,5)	1.475,0	(+35,0)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	653,5	(+36,6)	635,7	(-16,5)	671,3	(+35,6)	616,9	(-1,3)
Altri fattori autonomi (netti)¹	959,4	(+55,1)	950,6	(+31,2)	968,3	(+17,7)	904,3	(+13,2)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	3.614,5	(+143,3)	3.575,3	(+72,3)	3.653,7	(+78,4)	3.471,2	(+338,8)
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	904,2	(+17,1)	899,2	(+4,4)	909,2	(+10,0)	887,1	(+13,1)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	2.709,5	(+123,2)	2.675,3	(+67,2)	2.743,7	(+68,4)	2.586,3	(+317,9)
Riserve obbligatorie minime²	151,9	(+3,0)	150,9	(+0,8)	152,8	(+1,9)	148,9	(+1,9)
Soglia di esenzione³	911,3	(+18,1)	905,6	(+4,5)	916,9	(+11,3)	893,2	(+11,6)
Depositi presso la banca centrale	752,6	(+32,2)	766,6	(+30,1)	738,5	(-28,2)	720,4	(+86,2)
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 nel sito Internet della BCE.

¹ Per maggiori informazioni sui fattori autonomi, cfr. l'articolo [La gestione della liquidità da parte della BCE](#) nel numero di maggio 2002 del Bollettino mensile della BCE.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 28 luglio al 2 novembre 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 28 aprile al 27 luglio 2021	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 28 luglio al 14 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 15 settembre al 2 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di liquidità	978,6	(-47,5)	987,2	(-19,9)	970,0	(-17,2)	1.026,1	(-39,9)
Attività nette sull'estero	830,9	(+15,6)	826,7	(+5,0)	835,1	(+8,3)	815,3	(-11,2)
Attività nette denominate in euro	147,7	(-63,1)	160,5	(-24,9)	134,9	(-25,5)	210,8	(-28,6)
Strumenti di politica monetaria	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Operazioni di mercato aperto	6.657,3	(+346,3)	6.592,2	(+151,6)	6.722,3	(+130,1)	6.311,0	(+513,8)
Operazioni d'asta	2.211,7	(+63,5)	2.213,3	(+17,2)	2.210,0	(-3,3)	2.148,2	(+234,4)
ORP	0,2	(+0,0)	0,2	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,1	(-0,2)
ORLT a tre mesi	0,1	(-0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,4)
OMRLT-II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-9,7)
OMRLT-III	2.195,0	(+74,3)	2.188,9	(+20,4)	2.201,1	(+12,3)	2.120,7	(+244,3)
ORLTEP	16,4	(-10,8)	24,2	(-3,2)	8,6	(-15,6)	27,2	(+0,5)
Portafogli definitivi	4.445,6	(+282,8)	4.378,9	(+134,4)	4.512,3	(+133,4)	4.162,8	(+279,4)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	2,4	(-0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(+0,0)	2,4	(-0,2)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	295,9	(+4,4)	294,7	(+2,1)	297,1	(+2,4)	291,6	(+2,1)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	9,5	(-7,7)	12,6	(-4,5)	6,5	(-6,1)	17,2	(-8,4)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	27,0	(-1,4)	27,5	(-0,7)	26,6	(-1,0)	28,4	(-0,3)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.448,0	(+36,0)	2.439,7	(+18,1)	2.456,3	(+16,6)	2.412,0	(+37,7)
Programma di acquisto di attività del settore societario	294,8	(+15,4)	290,6	(+7,0)	298,9	(+8,3)	279,3	(+15,9)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	1.367,5	(+236,1)	1.311,0	(+112,4)	1.424,1	(+113,2)	1.131,4	(+232,6)
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 28 luglio al 2 novembre 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 28 aprile al 27 luglio 2021	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 28 luglio al 14 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 15 settembre al 2 novembre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	2.290,2	(+170,8)	2.250,3	(+49,3)	2.330,2	(+79,8)	2.119,4	(+88,8)
Fattori autonomi netti ²⁾	2.138,4	(+167,8)	2.099,4	(+48,5)	2.177,3	(+78,0)	1.970,6	(+86,8)
Liquidità in eccesso ³⁾	4.367,0	(+175,5)	4.341,9	(+102,4)	4.392,2	(+50,3)	4.191,5	(+425,0)

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) 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 28 luglio al 2 novembre 2021						Periodo di riferimento precedente: dal 28 aprile al 27 luglio 2021	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: dal 28 luglio al 14 settembre		Sesto periodo di mantenimento: dal 15 settembre al 2 novembre		Terzo e quarto 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)
Eonia ¹⁾	-0,485	(-0,005)	-0,484	(-0,003)	-0,486	(-0,002)	-0,480	(-0,001)
€STR	-0,569	(-0,004)	-0,569	(-0,003)	-0,570	(-0,002)	-0,565	(-0,001)

Fonte: BCE.

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

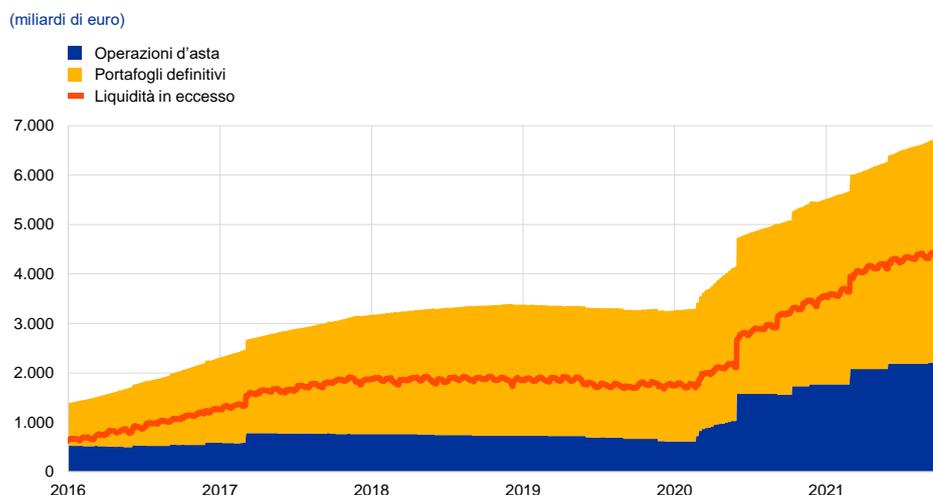
1) Calcolato come €STR (euro short-term rate) aumentato di 8,5 punti base a partire dal 1° ottobre 2019. Le differenze nelle variazioni riportate per l'Eonia (euro overnight index average) e l'€STR sono dovute ad arrotondamenti.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 346,3 miliardi di euro e ha raggiunto i 6.657,3 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A). Circa l'82 per cento dell'aumento è riconducibile agli acquisti netti in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto il PEPP, e il restante 18 per cento deriva da operazioni di credito, in particolare della serie OMRLT-III, mentre le operazioni in scadenza e i rimborsi hanno drenato liquidità.

Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce al 2 novembre 2021.

Nel periodo di riferimento l'importo medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è aumentato di 63,5 miliardi di euro. Tale incremento è stato determinato sia dai 109,8 miliardi di euro immessi con l'ottava operazione della serie di OMRLT-III regolata a giugno (il cui effetto sulle medie del periodo si concretizza interamente solo nel periodo di mantenimento successivo al regolamento) sia dai 97,6 miliardi di euro forniti nell'ambito della nona operazione della serie di OMRLT-III alla fine di settembre. L'effetto di immissione di liquidità dovuto a quest'ultima operazione è stato in parte compensato dalla prima tornata di rimborsi volontari nel quadro del programma di OMRLT-III, per complessivi 79,3 miliardi di euro nel mese di settembre. Inoltre, alla fine di tale mese sono giunte a scadenza tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (ORLTEP) per un importo di 22,1 miliardi di euro, mentre la ORLTEP di settembre ha fornito solo 1,3 miliardi di euro. Complessivamente, le aggiudicazioni e le aste in scadenza delle nuove ORLTEP hanno determinato un assorbimento di liquidità netto, in media, di 10,8 miliardi di euro rispetto al precedente periodo di riferimento. Le operazioni di rifinanziamento principale (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi hanno continuato a svolgere un ruolo solo marginale: il ricorso a entrambe le operazioni di rifinanziamento regolari si è attestato in media sui minimi storici, come nel periodo di riferimento precedente.

Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 282,8 miliardi di euro, collocandosi a 4.445,6 miliardi, grazie agli acquisti netti condotti nell'ambito del PEPP e del PAA. L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del PEPP è aumentato di 236,1 miliardi di euro, raggiungendo 1.367,5 miliardi, rispetto alla media del periodo di riferimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività della BCE, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo di gran lunga maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del

programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi pari a 36 miliardi di euro (fino a 2.448 miliardi) e a 15,4 miliardi di euro (fino a 294,8 miliardi). I titoli in scadenza detenuti nell'ambito di programmi non attivi hanno ridotto di 7,7 miliardi di euro le dimensioni dei portafogli definitivi.

Liquidità in eccesso

La liquidità media in eccesso è aumentata di 175,5 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico pari a 4.367 miliardi (cfr. il grafico A).

La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto dell'eventuale utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. I depositi in conto corrente presso le banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono cresciuti di 143,3 miliardi di euro, raggiungendo i 3.614,5 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è aumentato di 32,2 miliardi di euro, fino a 752,6 miliardi.

Le riserve in eccesso esenti dal pagamento dal tasso negativo sui depositi, come previsto dal sistema di remunerazione a due livelli², sono cresciute di 17,1 miliardi di euro, toccando i 904,2 miliardi. La liquidità in eccesso che non beneficia di tale esenzione, comprendente i depositi presso la banca centrale, ha registrato un incremento di 155,4 miliardi di euro, raggiungendo 3.462,1 miliardi. Il tasso aggregato d'impiego della soglia massima di esenzione, cioè il rapporto tra le riserve esenti e l'esenzione massima³, che si attesta al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020, è diminuito marginalmente dal 99,3 al 99,2 per cento. La quota delle riserve esenti rispetto al totale della liquidità in eccesso si è collocata al 20,7 per cento, a fronte del 21,2 per cento registrato nel periodo di riferimento precedente.

Andamenti dei tassi di interesse

La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata a -56,9 punti base nel periodo in esame. Dato l'elevato livello di liquidità in eccesso, l'€STR si è mantenuto relativamente anelastico anche a fronte di sostanziali oscillazioni della liquidità. A partire da ottobre 2019 l'Eonia è stato calcolato aggiungendo all'€STR un differenziale fisso di 8,5 punti base. Pertanto, l'Eonia si è mosso di pari passo con l'€STR e ha continuato a farlo fino al 3 gennaio 2022, quando è stato dismesso. Dal

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.

18 ottobre 2021, nel contesto della transizione all'€STR come nuovo tasso di riferimento, l'Eonia non è più utilizzato nei nuovi contratti derivati compensati dalle controparti centrali. I tassi di riferimento della BCE, cioè quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principale e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

La comunicazione della BCE sulle prospettive economiche: un'analisi comparativa

a cura di Julian Ashwin, Maarten Dossche, Katrin Forster van Aerssen, Ramon Gomez-Salvador, Eleni Kalamara e Beatrice Pierluigi

Negli ultimi 20 anni la comunicazione della BCE sulle prospettive economiche ha subito profondi cambiamenti.

Il presente riquadro mostra come la comunicazione della BCE sulle analisi e sui concetti alla base delle prospettive economiche si sia evoluta a partire dall'istituzione della banca centrale nel 1998. Confronta, inoltre, la comunicazione sulle prospettive economiche da parte della BCE con quelle del Board of Governors del Federal Reserve System (Federal Reserve Board) e della Bank of England nel periodo 2015-2019. L'analisi si conclude nel 2019 per evitare che i risultati siano influenzati dalle misure legate alla pandemia di coronavirus (COVID-19) o dal riesame della strategia di politica monetaria condotto sia dal Board della Federal Reserve sia dalla BCE. Mentre il presente riquadro si concentra su una parte specifica dell'attività di comunicazione della BCE, l'articolo *La comunicazione della BCE con il grande pubblico* in questo numero del Bollettino assume una prospettiva più ampia e dà conto degli insegnamenti ricavati dal recente riesame della strategia della Banca centrale europea¹.

Nel 2015 la comunicazione periodica della BCE sulle prospettive economiche ha subito due importanti cambiamenti.

In primo luogo, la BCE ha ridotto la frequenza delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, estendendo la loro periodicità da quattro a sei settimane. In secondo luogo, la BCE ha iniziato a pubblicare i resoconti delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. Tali cambiamenti hanno ridotto il rischio di introdurre fenomeni di disturbo nella comunicazione delle prospettive economiche, possibili quando la pubblicazione degli aggiornamenti avviene con eccessiva frequenza. Hanno inoltre accresciuto la trasparenza e il regime di responsabilità del processo decisionale. Entrambe le modifiche hanno avvicinato l'approccio della BCE alla prassi deliberativa in materia di politica monetaria adottata dal Federal Reserve Board negli Stati Uniti. Mentre per ciascun anno la comunicazione ufficiale sulle prospettive economiche è stata ridotta da dodici (Bollettino mensile) a otto volte (Bollettino economico), negli ultimi 20 anni si è osservata una maggiore comunicazione del Capo economista della BCE mediante discorsi e presentazioni sulle prospettive economiche rivolti a interlocutori esterni (cfr. il pannello a) del grafico A). In linea di massima, inoltre, nel periodo 2015-2019 il Capo economista ha pronunciato un numero di interventi sulle prospettive economiche significativamente superiore rispetto al Capo

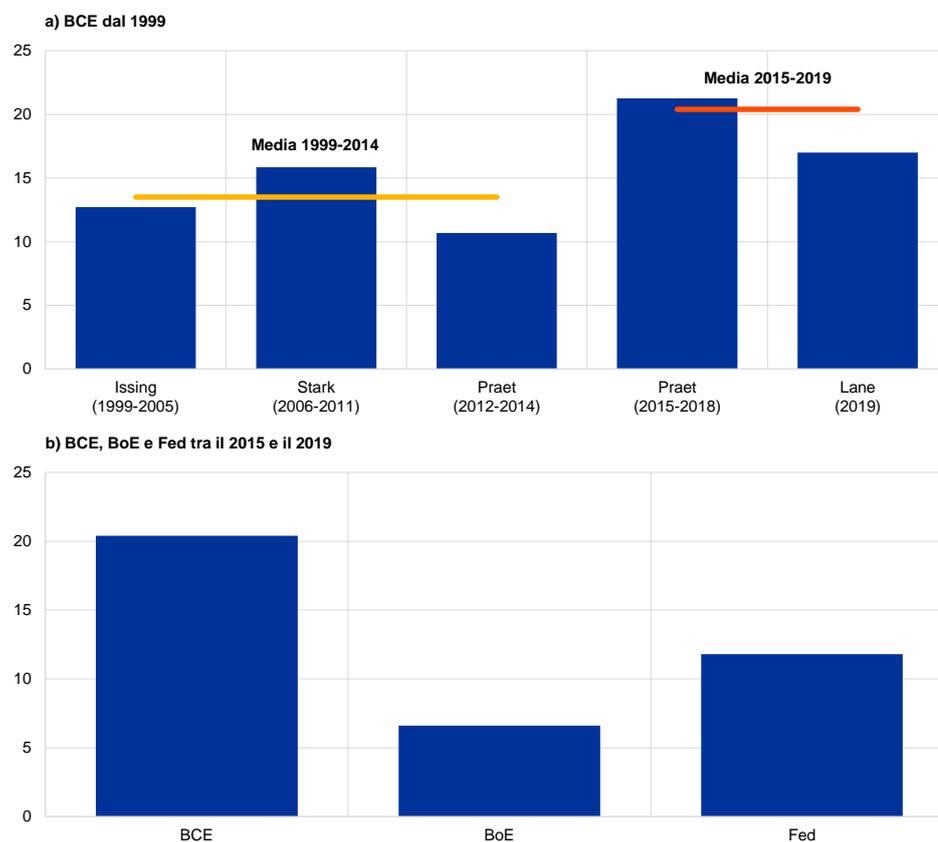
¹ Cfr. l'articolo *La comunicazione della BCE con il grande pubblico* in questo numero del Bollettino e Assenmacher, K., Glöckler, G., Holton, S. e Trautmann, P., "Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world", Filone di ricerca sulle comunicazioni di politica monetaria (Workstream on monetary policy communications), *Occasional Paper Series*, n. 274, BCE, settembre 2021.

economista della Bank of England o al Vicepresidente del Federal Reserve Board (cfr. il pannello b) del grafico A)².

Grafico A

Numero di discorsi del Capo economista sulle prospettive economiche

(media annuale)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nei casi del pannello a) in cui l'avvicendamento alla carica ha avuto luogo nel corso del medesimo anno (nel 2006 Issing/Stark; nel 2019 Praet/Lane), i discorsi sono stati attribuiti alla media annuale del membro entrante del Comitato esecutivo. Nel pannello b) il Vicepresidente del Federal Reserve Board (Fischer, Clarida) è stato considerato come la figura corrispondente al Capo economista della BCE (Praet, Lane) e della Bank of England (Haldane). Per "BoE" si intende la Bank of England; per "Fed" il Federal Reserve Board.

Dal 2008 la leggibilità della comunicazione della BCE sulle prospettive economiche è migliorata. Ciò è illustrato nel pannello a) del grafico B, che riporta

il numero di anni di istruzione necessari per comprendere i discorsi della BCE sulle prospettive economiche. Il pannello mostra che nel corso del tempo il linguaggio utilizzato in tali discorsi è diventato meno complesso. Il miglioramento è analogo a quello registrato dalla leggibilità di tutti i discorsi della BCE, compresi quelli su argomenti diversi dalle prospettive economiche³. La leggibilità dei discorsi della BCE sulle prospettive economiche è comparabile a quella dei discorsi della Bank of England; secondo tale metrica, i discorsi del Federal Reserve Board sono

² Per i discorsi della Bank of England l'analisi tiene conto di quelli pronunciati dal Capo economista. Considerare, insieme a questi ultimi, i discorsi del Vice Governatore per la Politica monetaria, figura più simile al Capo economista della BCE in termini di responsabilità esecutiva, non inciderebbe sui risultati in misura sostanziale.

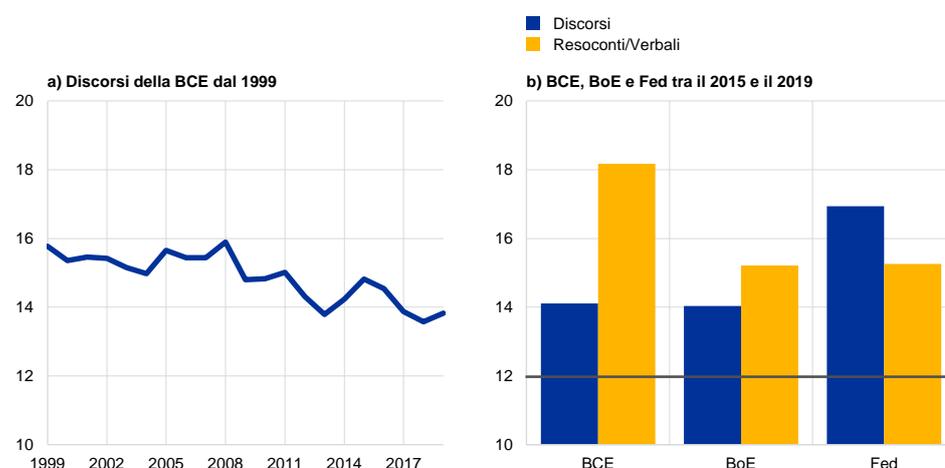
³ Cfr. l'articolo *La comunicazione della BCE con il grande pubblico* in questo numero del Bollettino.

lievemente più difficili da leggere di quelli della BCE (cfr. il pannello b) del grafico B). Per contro, la leggibilità dei resoconti di politica monetaria della BCE, pubblicati dal 2015, è significativamente inferiore a quella dei verbali del Federal Open Market Committee o del Monetary Policy Committee della Bank of England. Sebbene i resoconti della BCE possano essere rivolti a un pubblico di esperti, il punteggio più elevato implica altresì che per il grande pubblico tali comunicazioni sarebbero più difficili da comprendere.

Grafico B

Leggibilità dei discorsi sulle prospettive economiche e dei resoconti/verbali

(indice)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: leggibilità misurata utilizzando il punteggio di Flesch-Kincaid Grade Level per il periodo 2015-2019. Il punteggio può essere inteso come il numero di anni di istruzione necessari a comprendere il testo. Quanto più elevato è il punteggio Flesch-Kincaid Grade Level, tanto più difficile è comprendere il linguaggio. Tutti i punteggi oltre il 12 richiedono un livello di istruzione successivo alla scuola superiore. Per "BoE" si intende la Bank of England; per "Fed" il Federal Reserve Board.

I cambiamenti nelle modalità di comunicazione della BCE sulle prospettive economiche riflettono l'adozione di nuovi concetti teorici.

Il pannello a) del grafico C mostra che nel secondo decennio di vita dell'euro l'occorrenza di parole o locuzioni quali "output gap", "curva di Phillips", "disoccupazione" e "capacità produttiva inutilizzata" ha evidenziato una chiara tendenza al rialzo. Negli ultimi dieci anni, invece, la parola "moneta" ha segnato una marcata tendenza al ribasso. Ciò riflette un cambiamento nel modo in cui la crescita e l'inflazione dell'area dell'euro vengono interpretate e valutate, ossia ricorrendo in misura sempre maggiore a una relazione tra le misure del grado di utilizzo della capacità produttiva e le pressioni sui salari e sui prezzi⁴. Il minore utilizzo del termine "moneta" nei discorsi della BCE e la crescente frequenza della parola "disoccupazione" e della locuzione "capacità produttiva inutilizzata" è evidente anche nei discorsi tenuti dai membri del Comitato esecutivo (cfr. il pannello a) del grafico C).

Due fondamentali differenze tra la comunicazione della BCE e quella delle altre banche centrali sono legate alle loro diverse strategie di politica monetaria.

In primo luogo, il pannello b) del grafico C mostra che i membri del Comitato esecutivo della BCE impiegano il termine "disoccupazione" o la locuzione "capacità

⁴ Per ulteriori evidenze, cfr. Hartmann, P. e Smets, F., "The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy", *Working Paper Series*, n. 2219, BCE, dicembre 2018.

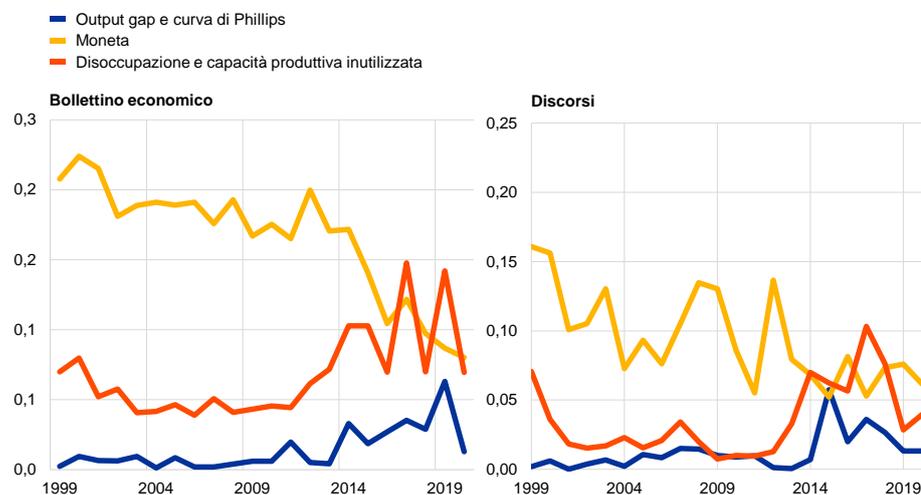
produttiva inutilizzata” in misura minore rispetto agli esponenti della Bank of England o del Federal Reserve Board nei loro discorsi, sebbene tali espressioni siano le più ricorrenti tra le varie tematiche. Per il Federal Reserve Board ciò riflette l’importanza dell’obiettivo, rientrante nel suo duplice mandato, della piena occupazione. La frequenza dei riferimenti all’“output gap” o alla “curva di Phillips” è simile nelle tre banche centrali. Ciò suggerisce che tali concetti, pur essendo utilizzati in passato con minore frequenza nelle comunicazioni della BCE, sono ora impiegati in misura analoga alla Bank of England o al Federal Reserve Board. In secondo luogo, i discorsi della BCE ricorrono al termine “moneta” con maggiore frequenza rispetto alle comunicazioni del Federal Reserve Board o della Bank of England e ciò potrebbe riflettere l’importanza che riveste l’analisi monetaria nella strategia di politica monetaria della Banca centrale europea.

Grafico C

Frequenza di parole relative a varie tematiche nelle tre banche centrali

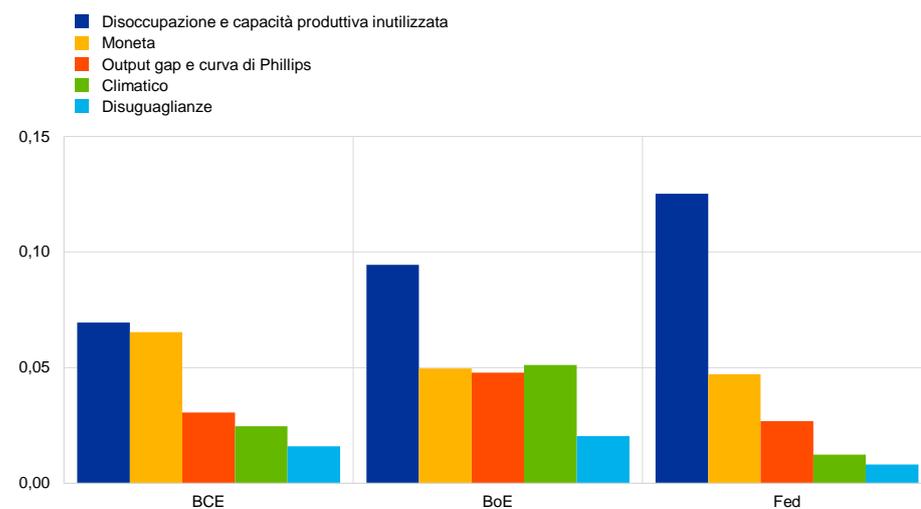
a) Frequenza nella comunicazione della BCE

(in percentuale del totale delle parole)



b) Frequenza nei discorsi delle tre banche centrali

(in percentuale del totale delle parole)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la frequenza della specifica locuzione/parola è calcolata dividendo il numero di volte in cui è utilizzata per il numero totale delle parole pubblicate nello stesso anno. Per "BoE" si intende la Bank of England; per "Fed" il Federal Reserve Board.

I riferimenti alle disuguaglianze sono comparabili tra le tre grandi banche centrali; anche il cambiamento climatico è un tema di primo piano. Nel corso del tempo l'attenzione alle disuguaglianze è aumentata nella maggior parte delle banche centrali e sembra che a tale tematica la BCE presti un'attenzione paragonabile a quella delle altre due istituzioni considerate. Il dibattito sul cambiamento climatico sembra ricorrere in misura più frequente nei discorsi della Bank of England che in quelli della BCE o del Federal Reserve Board.

L'analisi testuale sottolinea l'importanza delle "narrative" nella comunicazione delle previsioni economiche. Sharpe et al. documentano come l'orientamento (o "tonalità") estratto dalle narrative che accompagnano le previsioni economiche del

Federal Reserve Board presenti una forte correlazione con i risultati economici futuri: positiva con il PIL e negativa con la disoccupazione e l'inflazione. Inoltre, la tonalità fornisce informazioni supplementari in quanto anticipa gli errori nelle previsioni sia del Federal Reserve Board sia del settore privato sul PIL e sulla disoccupazione per orizzonti temporali fino a quattro trimestri⁵. Secondo gli autori la capacità predittiva della tonalità risiede nel segnalare rischi al ribasso per i risultati economici. A loro avviso, inoltre, la tonalità ha una notevole capacità predittiva per la politica monetaria. Un tono più ottimistico nel testo del "Tealbook" precede un tasso sui Federal Fund superiore al previsto per orizzonti temporali fino a quattro trimestri⁶. Analogamente, Jones et al. rilevano che nella discussione qualitativa delle previsioni di crescita del prodotto contenute nel rapporto trimestrale sull'inflazione pubblicato dalla Bank of England sono presenti informazioni che ne migliorano le stime quantitative a brevissimo termine e quelle a un trimestre⁷.

Le evidenze descritte mostrano come le discussioni qualitative (o "narrative") concernenti le previsioni contengano informazioni supplementari sull'economia che integrano l'analisi quantitativa. Ciò sottolinea l'importanza di una comunicazione chiara e informativa sulle prospettive economiche, una priorità ribadita anche nel recente riesame della strategia della BCE⁸. Il continuo flusso di nuove informazioni comporta che anche la narrativa riguardante le prospettive economiche della BCE sia costantemente aggiornata e ciò richiede un'ampia gamma di modelli, strumenti e indagini di tipo economico.

⁵ Cfr. Sharpe, S., Sinha, N. e Hollrah, C., "The Power of Narratives in Economic Forecasts", *Finance and Economics Discussion Series*, n. 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶ Il titolo ufficiale del "Tealbook" (Libro color foglia di tè) è "Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy" (Rapporto al FOMC sulle condizioni economiche e sulla politica monetaria); la pubblicazione è prodotta dagli esperti del Federal Reserve Board e ha assunto il nome "Tealbook" in occasione della fusione, nel giugno 2010, del "Bluebook" (Libro blu) e del "Greenbook" (Libro verde).

⁷ Cfr. Jones, J., Sinclair, T. e Stekler, H., "A textual analysis of Bank of England growth forecasts", *International Journal of Forecasting*, vol. 36(4), 2020, pagg. 1478-1487. Per evidenze analoghe provenienti dal Banco de España, cfr. Sobrino, N., Ghirelli, C., Hurtado, S., Pérez, J. e Urtasun, A., "The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports", *Applied Economics*, novembre 2021.

⁸ Cfr. l'articolo [Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro

a cura di Roberto A. De Santis

La ripresa dell'area dell'euro nel corso del 2021 ha risentito delle crescenti interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali.

La crescita del PIL in termini reali nel 2021 è stata sostenuta principalmente da una ripresa dei servizi alle imprese, mentre l'industria e il settore delle costruzioni hanno contribuito in misura minore a causa della carenza di input intermedi e macchinari importati.

Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali sono state il risultato dell'interazione di vari fattori, che possono essere raggruppati in cinque categorie principali: a) la precoce forte ripresa della domanda mondiale di beni manifatturieri; b) le carenze nell'offerta di specifici semiconduttori; c) i disservizi logistici nel settore dei trasporti, legati principalmente all'attività delle navi portacontainer; d) le rigide misure di chiusura (lockdown) in alcuni dei principali paesi asiatici che producono input intermedi; e) il tempo necessario ad aumentare la capacità di approvvigionamento della produzione di semiconduttori e delle navi.

Lo squilibrio tra la netta ripresa della domanda mondiale e le carenze dal lato dell'offerta è stato più grave e prolungato di quanto inizialmente previsto.

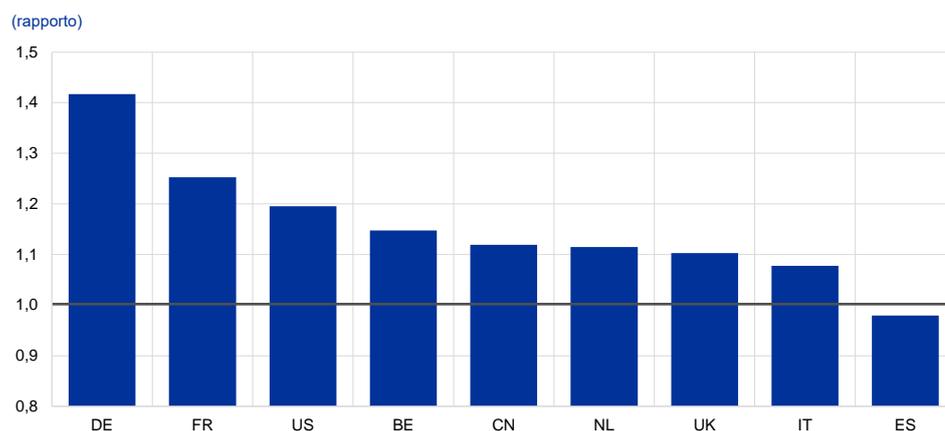
L'impennata mondiale della domanda di beni di alta tecnologia da parte delle famiglie che hanno avuto bisogno di lavorare da casa e delle imprese con la necessità di migliorare la propria operatività in Internet e l'accesso alle reti, insieme alle interruzioni dell'offerta derivanti dalla pandemia di coronavirus (COVID-19), ha generato una crisi nell'offerta di semiconduttori che ha colpito, in particolare, l'industria automobilistica¹. Altrettanto rilevante è il fatto che anche l'attività delle navi portacontainer ha subito uno shock importante a seguito della pandemia. Con il crollo del commercio mondiale ad aprile 2020, le navi da carico non sono state in grado di operare a pieno regime e molti container sono rimasti ad accumularsi nei porti dei paesi occidentali a causa delle misure di chiusura. Dopo l'estate del 2020, quando la domanda mondiale è tornata a crescere, la mancanza di container per il trasporto di tali merci dall'Asia verso gli Stati Uniti e l'Europa, nonché l'arrivo a destinazione di numerose navi notevolmente in ritardo rispetto a quanto stabilito (situazione esacerbata dall'enorme nave petrolifera che ha bloccato il canale di Suez) hanno determinato considerevoli strozzature dal lato dell'offerta. Secondo la Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD), nella prima metà del 2021 il tempo medio trascorso dalle navi portacontainer nei porti è stato dell'11 per cento

¹ Per ulteriori informazioni sugli andamenti del settore dei semiconduttori, cfr. Banca centrale europea, *I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo* nel numero 3/2021 di questo Bollettino; Banca centrale europea, *La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro* nel numero 4/2021 di questo Bollettino; "Special Issue" nello *European Economic Forecast - Autumn 2021* della Commissione europea, e il documento di discussione "Bottlenecks: causes and macroeconomic implications", della Banca dei regolamenti internazionali, *BIS Bulletin*, n. 48, BIS, 2021.

superiore rispetto alla media del biennio 2018-2019, prima della pandemia. In Europa, a causa della congestione, dei ritardi nella tempistica e dei vincoli infrastrutturali, i porti tedeschi e francesi hanno registrato un aumento molto rilevante dei tempi di permanenza medi delle navi nei porti (superiori, ad esempio, del 42 e del 25 per cento rispetto alla media del 2018 e del 2019), collocandosi in tal modo su livelli persino superiori a quelli osservati negli Stati Uniti. Belgio, Italia e Paesi Bassi, d'altro canto, hanno registrato variazioni maggiormente in linea con la media mondiale (cfr. il grafico A). Un'altra questione che ha accentuato tali strozzature dal lato dell'offerta è rappresentata dai nuovi lockdown conseguenti alla diffusione della variante Delta in alcuni paesi della regione Asia/Pacifico (fra cui Malesia, Singapore, Thailandia e Vietnam), fondamentali nella produzione di chip. Secondo i contatti della BCE nel settore societario, si prevede che sia la capacità di produzione di semiconduttori sia la capacità delle navi da carico restino contenute nel 2023².

Grafico A

Tempo mediano nei porti per le navi portacontainer nella prima metà del 2021 rispetto alla media del biennio 2018-2019



Fonti: Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a giugno 2021.

In tempi normali, gli aumenti della produzione sono generalmente associati a tempi di consegna più lunghi da parte dei fornitori e a un calo delle scorte.

Prima della pandemia, il principale meccanismo in atto consisteva in un aumento della domanda associato a un aumento della produzione, che provocava ritardi nella consegna di beni alle imprese e abbassava i livelli delle scorte; tuttavia, un'allocazione efficiente delle risorse dovuta alla globalizzazione contribuirebbe a migliorare i processi di approvvigionamento e ad accelerare i tempi di consegna. Dalla seconda metà del 2020 non è solo una forte domanda a innescare tempi di consegna più lunghi, ma anche le strozzature dal lato dell'offerta, che causano forti ritardi sino a implicare un calo della produzione (cfr. il grafico B). Tali strozzature hanno causato carenze di materiali e/o macchinari che hanno impedito alle imprese dell'area dell'euro di rispondere in modo adeguato alla rapida ripresa della domanda di beni manifatturieri, che ha successivamente determinato un calo delle scorte in

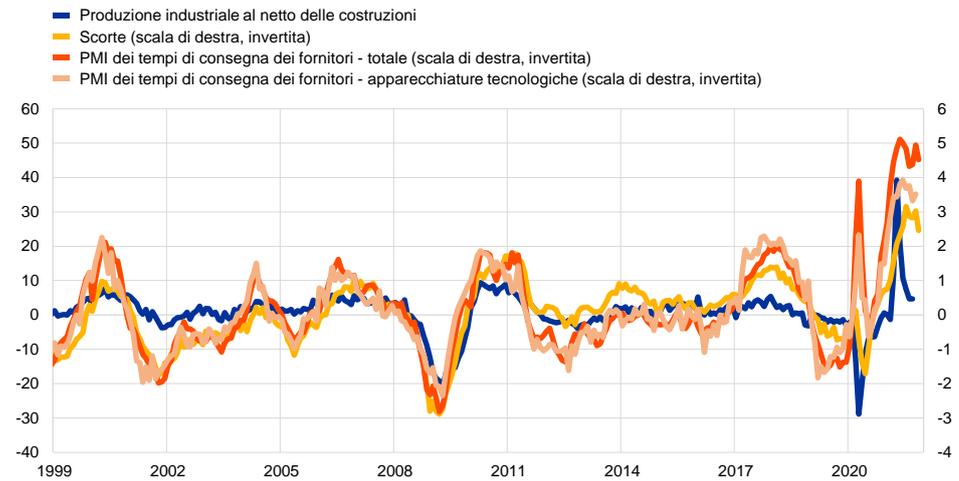
² Per quanto riguarda il punto di vista delle imprese circa il persistere di vincoli dal lato dell'offerta, cfr. il riquadro *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

tutti i settori (cfr. il grafico C). Questa nuova dinamica può essere sfruttata per valutare in quale misura le strozzature dal lato dell'offerta siano alla base della debolezza della produzione industriale dell'area dell'euro.

Grafico B

Produzione industriale, tempi di consegna dei fornitori e scorte nell'area dell'euro

(scala di sinistra: tasso di crescita sul periodo corrispondente; scala di destra: punteggi Z)



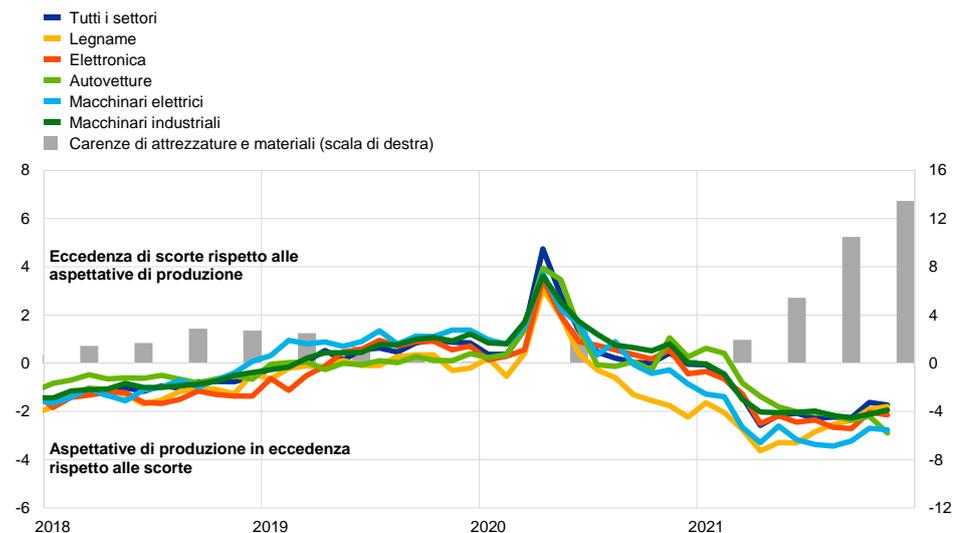
Fonti: Eurostat, Commissione europea, IHS Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i punteggi Z sono calcolati per ciascun indicatore sottraendo le rispettive medie e dividendo la differenza ottenuta per le rispettive deviazioni standard calcolate per il periodo tra il 1999 e il 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2021 (per la produzione industriale), ottobre 2021 (per il PMI dei tempi di consegna dei fornitori per le apparecchiature tecnologiche) e novembre 2021 (per il PMI dei tempi di consegna dei fornitori nel complesso e le scorte).

Grafico C

Scorte dell'area dell'euro rispetto alle aspettative di produzione per settore e carenze di attrezzature e materiali

(punteggi Z)



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

Note: i punteggi Z sono calcolati per ciascun indicatore sottraendo le rispettive medie e dividendo la differenza ottenuta per le rispettive deviazioni standard calcolate per il periodo tra il 1999 e il 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2021 (per le scorte rispetto alle aspettative di produzione) e a novembre 2021 (per le carenze di attrezzature e materiali).

Si può utilizzare un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR) per determinare l'importanza relativa dei principali fattori alla base degli andamenti sia dei tempi di consegna sia della produzione industriale. Nello specifico, tale modello identifica il contributo di domanda, tasso di interesse, fattori finanziari, shock da aumento dei costi e da strozzature, utilizzando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), l'indice relativo alla produzione industriale (al netto delle costruzioni), il tasso OIS a dieci anni, i differenziali sulle obbligazioni societarie e il PMI dei tempi di consegna dei fornitori.

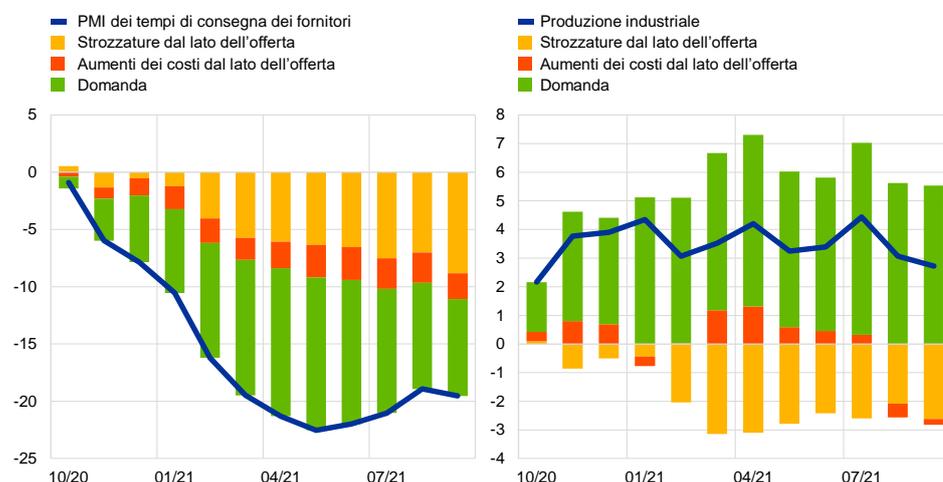
Il modello indica che le strozzature dal lato dell'offerta hanno ostacolato notevolmente la produzione industriale nel corso del 2021. Secondo il modello, tra ottobre 2020 e settembre 2021 circa il 45 per cento della variazione nel PMI dei tempi di consegna dei fornitori dell'area dell'euro è stato determinato da forze di domanda aggregata (ovvero la somma di domanda, tassi di interesse e shock finanziari), circa il 45 per cento da strozzature dal lato dell'offerta e approssimativamente il 10 per cento da altri tipi di shock da costi (cfr. il grafico D, scala di sinistra). Il contributo di domanda, strozzature dal lato dell'offerta e shock da aumento dei costi alla produzione industriale è riportato nel grafico D, scala di destra. A parità di altre condizioni, si stima che le strozzature dal lato dell'offerta abbiano ridotto complessivamente il livello della produzione industriale dell'area dell'euro di circa il 2,6 per cento tra ottobre 2020 e settembre 2021 rispetto a uno scenario privo di strozzature³.

³ Anche le esportazioni hanno risentito fortemente delle strozzature dal lato dell'offerta, come descritto nel riquadro *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Per ulteriori dettagli sul contributo degli shock dal lato dell'offerta alla produzione industriale e al commercio mondiali, cfr. il riquadro 1 *Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale* in questo numero del Bollettino.

Grafico D

Contributo degli shock legati alle strozzature dal lato dell'offerta sulla produzione industriale dell'area dell'euro e sul PMI dei tempi di consegna dei fornitori

(lato sinistro: indice di diffusione nella deviazione dallo scenario di base; lato destro: percentuale di deviazione dallo scenario di base, cumulata da ottobre 2020 a settembre 2021)



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

Note: il modello mostra il contributo degli shock dal lato della domanda aggregata (domanda, tasso di interesse, shock finanziari), shock da aumenti dei costi e da strozzature, utilizzando lo IAPC, l'indice relativo alla produzione industriale (al netto delle costruzioni), il tasso OIS a dieci anni, i differenziali sulle obbligazioni societarie e il PMI dei tempi di consegna dei fornitori. Il modello si basa sui dati aggregati per l'area dell'euro da gennaio 1999 a settembre 2021 e gli shock sono individuati utilizzando il metodo impiegato da J. Antolin-Díaz e J.F. Rubio-Ramírez in "Narrative Significance for SVARs", *American Economic Review*, n. 108, 2018, pagg. 2802-2829. Le restrizioni di segno ipotizzate al momento dell'impatto sono le seguenti: gli shock dal lato della domanda implicano IAPC (+); produzione industriale (+); tasso OIS a dieci anni (+); differenziali sulle obbligazioni societarie (-) e PMI dei tempi di consegna dei fornitori (-). Gli shock sui tassi di interesse implicano IAPC (-); tasso OIS a dieci anni (+); differenziali sulle obbligazioni societarie (+). Shock finanziari implicano produzione industriale (-) e differenziali sulle obbligazioni societarie (+). Gli shock da aumento dei costi implicano IAPC (+) e produzione industriale (-). Gli shock legati alle strozzature implicano IAPC (+); produzione industriale (-) e PMI dei tempi di consegna dei fornitori (-). Le restrizioni narrative ipotizzate sono le seguenti: il maggiore contributo agli errori di previsione per il tasso OIS a dieci anni di gennaio 2015 è attribuibile agli shock di politica monetaria; per i differenziali sulle obbligazioni societarie di luglio 2007 è attribuito agli shock finanziari; per quanto riguarda il PMI dei tempi di consegna dei fornitori di aprile 2020 e marzo 2021, è attribuibile agli shock da strozzature. Si ipotizza inoltre che tutti gli shock finanziari abbiano un segno positivo a settembre e ottobre 2008 e che tutti gli shock dal lato della domanda abbiano un segno negativo a marzo e aprile 2020.

Da febbraio 2021 l'effetto delle strozzature dal lato dell'offerta sulla produzione industriale è iniziato a diventare sempre più evidente. Gli indicatori delle indagini disponibili per il quarto trimestre del 2021 suggeriscono che, con ogni probabilità, tale impatto non verrà riassorbito entro l'ultimo trimestre dell'anno. Dal momento che l'industria al netto delle costruzioni rappresenta circa il 20 per cento del valore aggiunto totale dell'area dell'euro, le stime di cui sopra implicano che, nel 2021, la crescita del PIL in termini reali sarebbe stata superiore di circa lo 0,5 per cento in assenza di strozzature dal lato dell'offerta. Tale stima può essere considerata un limite inferiore, poiché le strozzature dal lato dell'offerta hanno continuato a incidere sulla produzione nell'ultimo trimestre del 2021, nonché sulle costruzioni e sui servizi alle imprese.

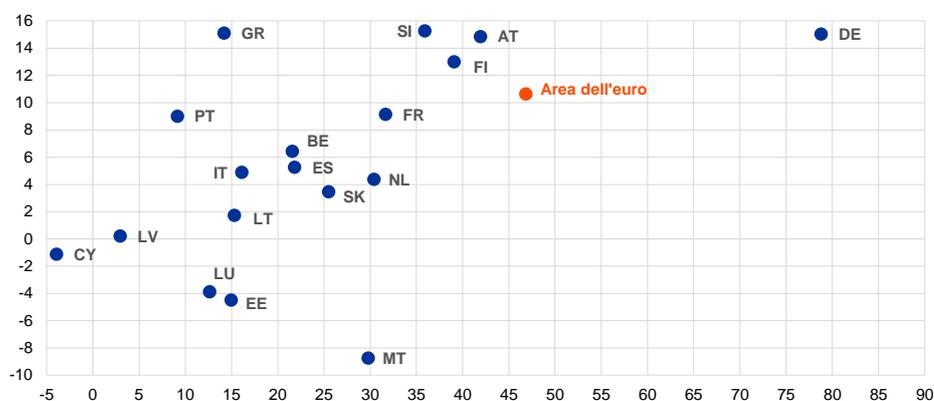
Gli effetti degli shock legati alle strozzature potrebbero persistere per gran parte del 2022. È improbabile che le carenze di semiconduttori, gli andamenti negativi della pandemia in Asia e l'attuale congestione dei porti mercantili si riducano di molto, il che suggerisce che l'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare a risentire di tali shock nei prossimi mesi e che l'impatto degli shock legati alle strozzature dal lato dell'offerta potrebbero persistere per gran parte del 2022, come evidenziato anche dai contatti della BCE nel settore societario. Secondo le indagini della Commissione europea presso le imprese e i consumatori di ottobre 2021,

Le imprese prevedono un ulteriore peggioramento delle carenze di materiali nei prossimi tre mesi in tutti i paesi dell'area dell'euro, a eccezione di pochissimi paesi di dimensioni minori (cfr. il grafico E). Quanto maggiore è la percentuale di intervistati che conferma che la propria impresa ha risentito di carenze rispetto alla relativa media di lungo periodo, tanto maggiore è la quota di intervistati che si aspetta un ulteriore deterioramento della propria situazione, a conferma della valutazione complessiva di un impatto prolungato e persistente delle strozzature dal lato dell'offerta.

Grafico E

Carenze di attrezzature e materiali nei paesi dell'area dell'euro attese nel quarto trimestre del 2021

(asse delle ascisse: percentuale di intervistati, livelli al netto della media storica; asse delle ordinate: percentuale di intervistati, differenza rispetto al terzo trimestre del 2021)



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

Note: i valori per ciascun indicatore sono calcolati sottraendo la rispettiva media per ciascuna economia nel periodo dal 1999 al 2019. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2021.

Le politiche di bilancio nel 2022: implicazioni dei documenti programmatici di bilancio per il 2022

a cura di Giovanni Bardone, Stephan Haroutunian,
Sebastian Hauptmeier e Philip Muggenthaler

Il 24 novembre 2021 la Commissione europea ha pubblicato i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio presentati dai paesi dell'area dell'euro per il 2022¹. Tali pareri analizzano la coerenza dei documenti programmatici con le raccomandazioni del Consiglio del 18 giugno 2021, che indicano agli Stati membri di adottare politiche di bilancio più differenziate nel 2022. Il Consiglio ha raccomandato ai paesi con livelli di debito bassi o medi di perseguire o mantenere nel 2022 un orientamento di bilancio che sostenga la ripresa, mentre ai paesi con livelli di debito elevati ha raccomandato di utilizzare il dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) per finanziare nuovi investimenti a sostegno della ripresa, perseguendo nel contempo una politica di bilancio prudente. Il Consiglio ha indicato a tutti gli Stati membri di preservare gli investimenti finanziati a livello nazionale. La valutazione dei documenti programmatici di bilancio svolta dalla Commissione tiene conto del fatto che la clausola di salvaguardia generale del Patto di stabilità e crescita continuerà a essere applicata nel 2022. Tale clausola dovrebbe essere disattivata nel 2023².

Sulla base di un indicatore corretto al fine di cogliere l'orientamento delle politiche di bilancio nell'attuale contesto economico, si prevede che nell'area dell'euro tale orientamento rimanga favorevole nel 2021 e nel 2022. Per la sua valutazione, la Commissione utilizza una misura rivista dell'orientamento delle politiche di bilancio che è stata elaborata alla luce dell'attuale crisi e dei provvedimenti di bilancio adottati a livello nazionale e dall'UE per farvi fronte³. In primo luogo, la misura dell'orientamento di bilancio tiene conto della spesa finanziata dall'RRF e da altri fondi dell'UE, che forniscono un impulso fiscale all'economia ma non si riflettono nel saldo di bilancio registrato dagli Stati membri.

¹ Commissione europea (2021), [“Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Banca centrale europea in merito ai documenti programmatici di bilancio 2022: valutazione globale”](#).

² La clausola è stata introdotta nell'ambito della riforma del Patto di stabilità e crescita nota come “six pack”, entrata in vigore nel 2011. Può essere attivata quando si verifica un evento eccezionale, al di fuori del controllo dello Stato membro interessato, che influisce in modo rilevante sulla posizione di bilancio delle amministrazioni pubbliche, oppure nei periodi di grave recessione economica per l'area dell'euro o per l'Unione europea nel suo insieme. Quando viene attivata la clausola, gli Stati membri possono discostarsi temporaneamente dal requisito di aggiustamento di bilancio nel quadro sia del braccio preventivo sia di quello correttivo del Patto, purché questo non comprometta la sostenibilità delle finanze pubbliche nel medio termine.

³ La Commissione calcola l'orientamento delle politiche di bilancio esaminando l'incremento annuo della spesa netta rispetto al potenziale di crescita per i successivi dieci anni. A seguito delle raccomandazioni del Consiglio sui programmi di stabilità per il 2021, l'aggregato di spesa netta utilizzato per calcolare l'orientamento complessivo delle politiche di bilancio è stato corretto in modo da includere la spesa finanziata mediante le sovvenzioni dell'RRF e altri fondi dell'UE ed escludere le misure temporanee di emergenza collegate alla crisi causata dal coronavirus (COVID-19). Oltre al contributo della spesa finanziata dall'UE, la valutazione della Commissione esamina anche i contributi all'orientamento complessivo delle politiche di bilancio provenienti da diversi aggregati di spesa finanziati a livello nazionale, ossia a) investimenti, b) altre spese in conto capitale e c) spesa primaria corrente (al netto delle misure discrezionali in materia di entrate).

In secondo luogo, esclude le misure temporanee di emergenza adottate in risposta alla crisi. Secondo le previsioni dell'autunno 2021 della Commissione europea, che incorporano i documenti programmatici di bilancio per il 2022, l'espansione fiscale basata su tale definizione dell'orientamento delle politiche di bilancio ammonterà a circa l'1,75 per cento del PIL nel 2021, mentre per il 2022 si prevede un'ulteriore espansione di quasi l'1 per cento del PIL⁴.

Secondo la valutazione della Commissione, i singoli documenti programmatici di bilancio sono sostanzialmente in linea con le raccomandazioni in materia di politica di bilancio adottate dal Consiglio il 18 giugno 2021. Le misurazioni effettuate sulla base dell'indicatore corretto per cogliere l'orientamento delle politiche di bilancio nella crisi attuale indicano che la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro con livelli bassi e medi di debito pubblico persegue politiche di bilancio espansive. Si prevede che nel 2022, tra gli Stati membri appartenenti a questo gruppo (Germania, Estonia, Irlanda, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Austria, Slovenia, Slovacchia e Finlandia), solo Malta e Slovacchia non evidenzieranno tale orientamento. La Commissione reputa che tutti gli Stati membri di questo gruppo, a eccezione dei Paesi Bassi, che non hanno ancora presentato il proprio piano di ripresa e resilienza, intendono utilizzare l'RRF per sostenere la ripresa interna. Tutti preservano, almeno sostanzialmente, gli investimenti finanziati a livello nazionale.

La Commissione sottolinea inoltre l'importanza per gli Stati membri con un debito elevato di "preservare politiche di bilancio prudenti". A tal fine, la Commissione ritiene che Belgio, Grecia, Spagna, Francia e Italia, in linea con le raccomandazioni del Consiglio di giugno 2021, debbano utilizzare l'RRF per finanziare ulteriori investimenti a sostegno della ripresa e preservare gli investimenti finanziati a livello nazionale⁵. La Commissione, inoltre, sottolinea l'importanza del fatto che tali paesi, nel varare misure di bilancio a sostegno dell'economia, "preservino una politica di bilancio prudente per garantire finanze pubbliche sostenibili nel medio termine".

La valutazione della Commissione riflette l'aumento degli investimenti pubblici registrato in tutta l'area dell'euro durante la pandemia, in contrasto con l'andamento osservato dopo la crisi finanziaria mondiale; una quota significativa di tale incremento viene attribuita ai finanziamenti dell'UE, anche attraverso l'RRF. La Commissione prevede un aumento degli investimenti pubblici dell'area dell'euro dal 2,8 per cento del PIL nel 2019 al 3,2 nel 2022, che inverte così, in parte, la tendenza a minori investimenti pubblici osservata prima della pandemia e dopo la crisi finanziaria mondiale (cfr. il grafico A). Sia le previsioni dell'autunno 2021 elaborate dalla Commissione, sia i documenti programmatici di bilancio segnalano che il profilo della spesa aggregata relativa alle sovvenzioni nell'ambito dell'RRF sarebbe anticipato, e circa i due terzi di tali sovvenzioni assegnate ai paesi dell'area dell'euro sarebbero spesi entro la fine del 2023. In

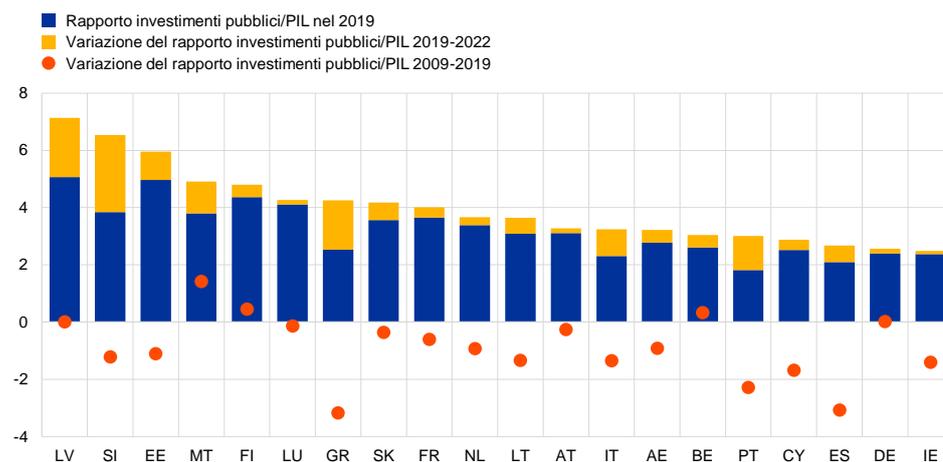
⁴ Commissione europea (2021), op. cit.

⁵ La Commissione europea non ha adottato un parere sul documento programmatico di bilancio presentato dal Portogallo, in quanto il Parlamento di tale paese nel frattempo aveva respinto la bozza di bilancio su cui esso si basava.

termini di PIL, la spesa finanziata tramite il dispositivo per la ripresa e la resilienza si collocherebbe intorno allo 0,5 per cento del prodotto sia nel 2022 che nel 2023. Nel complesso, l'elevata qualità dei bilanci nazionali e il protrarsi degli investimenti pubblici dovrebbero sostenere la duplice transizione verso un'economia verde e digitale.

Grafico A Investimenti pubblici, 2009-2022

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Allo stesso tempo, vi è margine per ridurre il contributo della spesa corrente al sostegno di bilancio, il che ridurrebbe l'aumento del debito pubblico. Secondo le previsioni della Commissione, tra i paesi con un debito pubblico basso o medio, la Lettonia e la Lituania non garantirebbero in misura sufficiente il controllo della crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale. Tra i paesi con un elevato rapporto debito pubblico/PIL, si ritiene che l'Italia non assicuri in misura sufficiente il contenimento della crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale. La Commissione e l'Eurogruppo⁶ esortano quindi l'Italia ad adottare le misure necessarie a ridurre tali spese.

La correzione degli squilibri di bilancio continua a evidenziare un'evoluzione eterogenea nei diversi paesi dell'area dell'euro⁷. Secondo le previsioni della Commissione europea dell'autunno 2021, i disavanzi dovrebbero ridursi in tutti i paesi dell'area dell'euro sia nel 2022 che nel 2023 (cfr. il grafico B). Si prevede che sette paesi dell'area nel 2023 registreranno disavanzi superiori al valore di riferimento pari al 3 per cento del PIL. I disavanzi più consistenti nel biennio 2022-2023 sono previsti per alcuni paesi che all'insorgere della crisi presentavano un elevato rapporto debito pubblico/PIL. Nel 2022 tale rapporto dovrebbe diminuire

⁶ Il documento *The Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2022*, pubblicato il 6 dicembre 2021, "invita quegli Stati membri con un debito elevato, nei quali non si prevede che la crescita della spesa corrente finanziata a livello nazionale sia sufficientemente contenuta, conformemente alla valutazione della Commissione, ad adottare le misure necessarie nell'ambito delle procedure nazionali di definizione del bilancio" (traduzione non ufficiale).

⁷ Per ulteriori dettagli sugli andamenti di bilancio relativi all'aggregato dell'area dell'euro basati sulle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021, cfr. la sezione 6 in questo numero del Bollettino.

nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, mentre in alcuni di essi manterrà un andamento crescente sino alla fine dell'orizzonte di previsione in un'ipotesi di politiche invariate (cfr. il grafico C). In generale, si prevede che rimanga al di sopra dei livelli precedenti la crisi alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2023, anche in alcuni Stati membri che all'inizio della crisi presentavano un rapporto debito/PIL relativamente elevato.

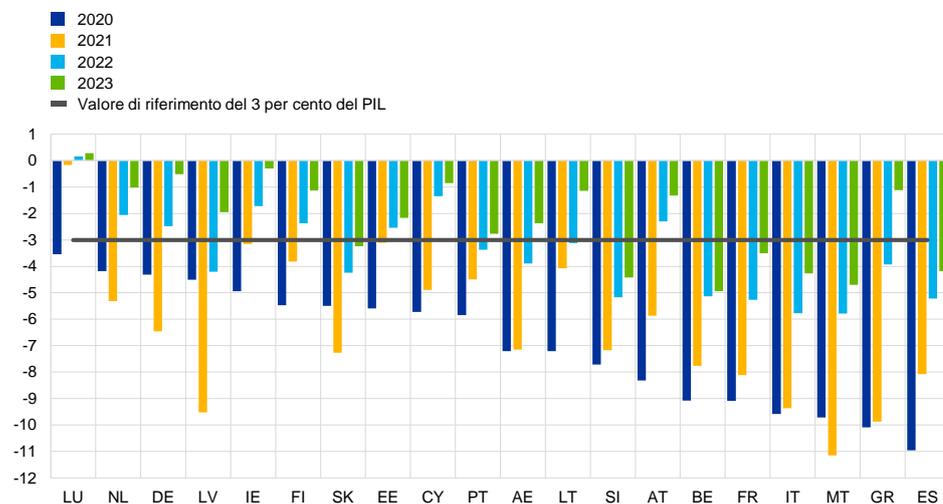
È necessaria la permanenza in vigore di misure di bilancio mirate e favorevoli alla crescita. Le politiche di bilancio devono ancora trovare un punto di equilibrio fra il raggiungimento di un'uscita sicura e duratura dalla crisi attuale e la costante attenzione alla sostenibilità dei conti pubblici. Data l'elevata incertezza, misure di sostegno di bilancio reattive alle dinamiche macroeconomiche possono facilitare questa azione di equilibrio. Se la situazione pandemica dovesse peggiorare, ulteriori misure di sostegno di bilancio ridurrebbero l'impatto negativo sulla crescita del prodotto. Al tempo stesso, qualora le economie imparino ad adeguarsi più efficacemente alla pandemia e crescano più rapidamente di quanto previsto al momento attuale, i paesi con un debito pubblico elevato potrebbero rafforzare la sostenibilità delle finanze pubbliche utilizzando i migliori andamenti del PIL nominale per migliorare le posizioni di bilancio. Se nel 2022, in linea con le raccomandazioni del Consiglio di giugno 2021, il sostegno di bilancio dovesse concentrarsi sulla spesa produttiva, compresi gli investimenti finanziati attraverso l'RRF, l'impatto sulla crescita economica sarebbe particolarmente favorevole. Tenuto conto dell'attesa disattivazione della clausola generale di salvaguardia prevista dal Patto di stabilità e crescita a partire dal 2023 e delle possibili implicazioni della revisione in atto del quadro di riferimento dell'UE per la governance economica⁸, appare necessario un accordo tempestivo sull'orientamento delle politiche di bilancio.

⁸ Risposta dell'Eurosistema alla comunicazione della Commissione europea, del 19 ottobre 2021, "L'economia dell'UE dopo la COVID-19: implicazioni per la governance economica".

Grafico B

Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche, 2020-2023

(in percentuale del PIL)

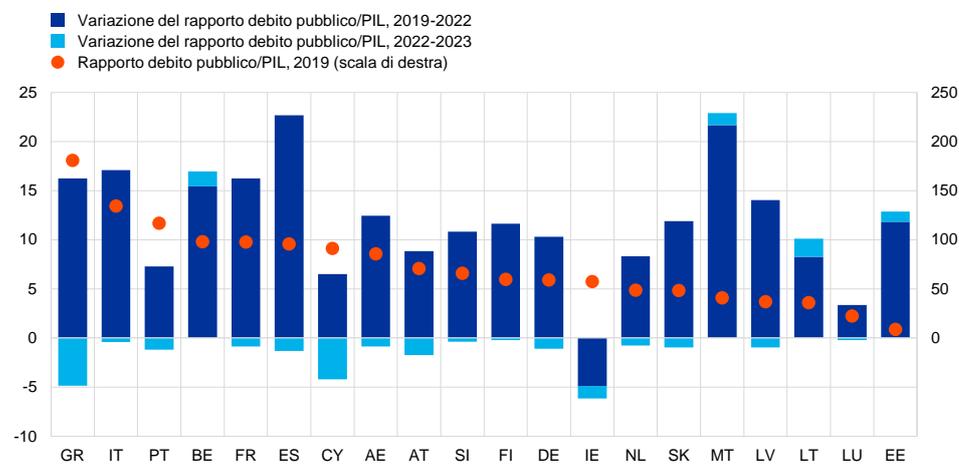


Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Grafico C

Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, 2019-2023

(in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea (banca dati AMECO) ed elaborazioni della BCE.

Articoli

1 Introduzione all'indagine della BCE presso gli analisti monetari

a cura di Claus Brand e John Hutchinson

1 Introduzione

Comprendere le aspettative di famiglie, imprese e mercati finanziari in merito alla politica monetaria e agli andamenti macroeconomici è importante per la conduzione della politica monetaria stessa. Le aspettative in merito agli andamenti macroeconomici e alla politica monetaria sono rilevanti ai fini della trasmissione di quest'ultima e possono essere utilizzate come parametro di riferimento per valutarne la credibilità. La loro evoluzione nel tempo aiuta inoltre le banche centrali a comprendere l'efficacia della politica monetaria.

Le indagini possono svolgere un ruolo importante per la comprensione delle aspettative e possono integrare i dati desunti dai prezzi di mercato.

Sebbene non sia possibile misurare direttamente le aspettative di famiglie, imprese e mercati finanziari, le indagini forniscono informazioni in merito alle aspettative di questi gruppi specifici.

L'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) raccoglie informazioni strutturate in maniera coerente e aggiornate regolarmente sulle aspettative del settore finanziario riguardo alla politica monetaria e agli andamenti macroeconomici¹. L'integrazione tra i risultati delle indagini sugli andamenti macroeconomici e di quelle sulla politica monetaria colma le lacune lasciate aperte dalle indagini incentrate su uno soltanto di questi aspetti, quali l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per gli andamenti macroeconomici o le indagini del settore privato condotte da Thomson Reuters e Bloomberg per la politica monetaria. L'SMA non è la prima indagine di questo tipo condotta da una banca centrale nell'ambito della raccolta di informazioni sul mercato (cfr. il riquadro 1 per una descrizione di come i dati raccolti attraverso l'SMA si sommino a quelli ottenuti attraverso altre indagini svolte per l'area dell'euro e come essa si collochi in confronto alla Survey of Primary Dealers (SPD) della Federal Reserve Bank of New York e contribuisca alla raccolta di informazioni di mercato da parte della BCE).

L'obiettivo principale dell'SMA è “raccolgere informazioni complete, strutturate e sistematiche sulle aspettative degli operatori di mercato a intervalli regolari”. Le informazioni vengono utilizzate per tre diverse finalità (cfr. gli esempi nella sezione 5): a) valutare le aspettative degli operatori dei mercati

¹ Per ulteriori informazioni sull'SMA, cfr. il [sito Internet](#) della BCE.

finanziari sulle misure di politica monetaria della BCE e sul loro possibile impatto sui mercati finanziari; b) analizzare le prospettive degli intervistati in merito all'economia; c) valutare se la comunicazione e le indicazioni prospettiche (forward guidance) della BCE siano ben comprese.

La BCE ha avviato l'SMA nell'aprile del 2019, inizialmente in forma di progetto pilota conclusosi a giugno 2021 con la pubblicazione dei risultati aggregati.

L'indagine viene svolta otto volte l'anno, prima delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. La BCE ha deciso di concludere la fase pilota e pubblicare i risultati aggregati sul proprio sito Internet a seguito di una valutazione degli esperti secondo cui l'SMA aveva significativamente migliorato la qualità e la completezza della raccolta sistematica di informazioni di mercato².

Riquadro 1

Il ruolo delle indagini nella raccolta di informazioni di mercato sulle aspettative riguardo alla politica monetaria e sull'economia

a cura di John Hutchinson, Falk Mazelis, Martin Strukat e Olivier Vergote

Il presente riquadro esamina il ruolo delle indagini svolte dal settore privato e dalle banche centrali nella raccolta sistematica di informazioni di mercato e il modo in cui esse aiutano a comprendere le aspettative riguardo alla politica monetaria e all'andamento dell'economia.

La raccolta di informazioni di mercato è importante affinché le banche centrali possano capire meglio le aspettative di politica monetaria di coloro che operano sui mercati finanziari, la loro partecipazione alle operazioni di mercato aperto e la loro visione complessiva dell'andamento e del funzionamento del mercato. Tale raccolta di informazioni è per lo più di natura qualitativa e avviene mediante interazioni dirette con trader e operatori di mercato, integrate da informazioni ricavate da dati di mercato ad alta frequenza e da ricerche di analisti³. Le riunioni periodiche dei gruppi di contatto con gli operatori sono una componente importante della raccolta di informazioni di mercato da parte della BCE⁴.

Le indagini condotte dalle aziende del settore privato costituiscono una preziosa fonte di informazioni per sintetizzare le aspettative del mercato in modo più sistematico rispetto agli scambi bilaterali o ai dibattiti nell'ambito dei gruppi di contatto con gli operatori. Un vantaggio delle indagini rispetto a quest'ultima modalità di discussione su argomenti di specifico interesse consiste nel fatto che le indagini possono fornire una visione più sistematica delle aspettative di chi opera sui mercati finanziari, perché consentono di porre gli stessi quesiti a una vasta platea di intervistati in un orizzonte temporale determinato. Tali indagini coinvolgono inoltre numerose categorie di intervistati (secondo una composizione relativamente stabile ma comunque variabile). Bloomberg e Thomson Reuters svolgono due delle indagini più conosciute sulle aspettative degli operatori di mercato riguardo alla politica monetaria della BCE che nel 2021 hanno coinvolto in media, rispettivamente, 35 e 70 intervistati a edizione. Le indagini del settore privato non prevedono periodi o date

² Cfr. il [comunicato stampa](#) dell'8 febbraio 2021.

³ Cfr. "[Market Intelligence Gathering at Central Banks](#)", *Markets Committee Papers*, n. 8, Banca dei regolamenti internazionali, dicembre 2016.

⁴ Maggiori informazioni sui gruppi di contatto della BCE con gli operatori di mercato sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

predefiniti per il loro svolgimento o la pubblicazione dei risultati, ma in genere vengono condotte nella settimana precedente le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo⁵.

Anche le banche centrali conducono indagini proprie per soddisfare specifiche esigenze informative interne e comprendere meglio le aspettative di politica monetaria e l'economia⁶. Il principale vantaggio dello svolgimento di indagini proprie da parte delle banche centrali consiste nel fatto di poterle programmare la tempistica in concomitanza con le riunioni di politica monetaria, e di controllare l'ambito di pertinenza e la specificità delle domande, gli orizzonti di previsione e il campione di soggetti interpellati. Inoltre, grazie a domande ricorrenti e a gruppi di intervistati sostanzialmente stabili, le indagini periodiche forniscono informazioni esaustive sull'evoluzione delle aspettative, mentre l'inserimento di domande sulle principali variabili macroeconomiche consente di rilevare le correlazioni tra le aspettative di politica monetaria e gli andamenti economici.

L'indagine SMA presenta molte analogie con quella condotta dalla Federal Reserve Bank di New York presso i primary dealers (Survey of Primary Dealers, SPD), l'indagine più conosciuta tra quelle svolte dalle principali banche centrali⁷. Come l'indagine SMA, anche l'SPD è messa a punto dagli esperti della banca centrale, ma viene svolta dal trading desk della Federal Reserve Bank di New York⁸. Il questionario dell'indagine SPD è distribuito ai 24 operatori principali della Federal Reserve Bank di New York e pubblicato sul sito Internet di quest'ultima circa due settimane prima di ogni riunione programmata del Federal Open Market Committee (FOMC). Sia l'SPD sia l'SMA si concentrano sulle aspettative riguardanti le misure di politica monetaria, le condizioni finanziarie e le prospettive macroeconomiche. Tuttavia, mentre i quesiti di politica monetaria contenuti nell'SMA riguardano solo aspetti di comunicazione che emergono dalla dichiarazione di politica monetaria (precedentemente nota come dichiarazione introduttiva) del Consiglio direttivo, l'SPD verte anche su "argomenti ampiamente discussi nel dibattito pubblico". In entrambi i questionari in genere viene chiesto agli intervistati di indicare le proprie aspettative modali, che possono essere integrate da domande sulla distribuzione delle probabilità. L'intervallo di tempo tra la fine del periodo di risposta previsto dall'indagine SPD e il primo giorno della riunione del FOMC è di circa una settimana, lievemente inferiore a quello corrispondente per l'SMA. I risultati dell'indagine SPD sono pubblicati in forma sintetica circa tre settimane dopo ogni riunione del FOMC. Quanto all'SMA, dalla fine della fase pilota, conclusa a giugno 2021, i risultati vengono pubblicati in forma aggregata il venerdì della settimana successiva alla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo.

⁵ Nell'ambito di tali indagini solitamente vengono poste domande sull'andamento dei tassi di interesse di riferimento e su altri parametri di politica monetaria, come il ritmo degli acquisti di attività e gli aspetti di comunicazione. Bloomberg pubblica inoltre i risultati di un'indagine mensile distinta ed esclusivamente incentrata sull'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) e del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP).

⁶ Il Federal Reserve System raccoglie anche informazioni di mercato su altri argomenti, ad esempio sulle strategie e sulle prassi adottate dalle banche per la gestione dei saldi di riserva (attraverso la Senior Financial Officer Survey).

⁷ Per ulteriori informazioni sulla SPD, cfr. il [sito Internet](#) della Federal Reserve Bank of New York; per uno studio approfondito, cfr. "Understanding the New York Fed's Survey of Primary Dealers", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 19, n. 6, Federal Reserve Bank of New York, 2013. La Federal Reserve Bank of New York conduce anche la Survey of Market Participants, rivolta a un sottoinsieme di imprese associate ai propri gruppi consultivi e comitati.

⁸ Cfr., ad esempio, "Responses to Survey of Primary Dealers", Federal Reserve Bank of New York, luglio 2021. Le domande dell'SMA sono formulate congiuntamente dagli esperti della BCE della Direzione Generale Operazioni di mercato e della Direzione Generale Politica monetaria.

Il presente articolo esamina la struttura e le motivazioni alla base dell'indagine e illustra il ruolo svolto dall'indagine stessa nel comprendere le variazioni delle aspettative degli operatori di mercato riguardo alla politica monetaria e alla situazione macroeconomica dell'area dell'euro. La sezione 2 individua l'ambito e le principali caratteristiche dell'indagine SMA; la sezione 3 descrive le modalità di selezione del campione di intervistati e la probabile evoluzione futura dell'indagine; la sezione 4 esamina la governance dell'SMA sotto diversi aspetti e la sezione 5 illustra come i risultati dell'indagine possano essere utilizzati per trarre conclusioni sulle aspettative del mercato.

2 Ambito e principali caratteristiche dell'indagine SMA

L'obiettivo dell'SMA è raccogliere “informazioni complete, strutturate e sistematiche sulle aspettative degli operatori di mercato a intervalli regolari”⁹.

In primo luogo, l'SMA raccoglie “a intervalli regolari” informazioni sulle aspettative degli operatori di mercato prima di ogni riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo, rendendole disponibili ai comitati dell'Eurosistema, al Consiglio direttivo stesso prima della riunione e, a partire da giugno 2021, anche ai cittadini, dopo che la riunione del Consiglio direttivo ha avuto luogo. A tale scopo, l'indagine raccoglie dati “esaustivi” sulle aspettative in merito alle politiche della BCE, ad esempio a) sui tassi di interesse di riferimento della BCE e su altri tassi di interesse di mercato quali il tasso interbancario riferito all'area dell'euro (Euro interbank offered rate, Euribor) e il tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) su un orizzonte temporale esteso e nel lungo periodo, nonché sulle aspettative in merito alle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse; b) sui programmi di acquisto di attività della BCE e sulle aspettative in merito alle variazioni delle indicazioni prospettiche; c) sulle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) in termini di rimborsi e utilizzo; d) sulle prospettive macroeconomiche (scenario di base e rischi) su un orizzonte temporale esteso e nel lungo periodo. L'SMA fornisce inoltre informazioni “strutturate” perché garantisce la copertura di orizzonti temporali in grado di dare visibilità ai principali parametri di policy (come il rialzo dei tassi di interesse, il termine degli acquisti netti di attività e la fine dei reinvestimenti) e raccoglie indicazioni sulle modalità di evoluzione congiunta delle prospettive macroeconomiche e delle aspettative sulle politiche. Assicura infine informazioni “sistematiche” perché rivolge una serie di domande formulate appositamente per rimanere relativamente stabili nel tempo, promuovendo la piena comprensione dei quesiti da parte degli intervistati e la graduale costruzione di una dimensione longitudinale per l'indagine.

Il questionario è strutturato in quattro sezioni attinenti, rispettivamente, alle aspettative sui tassi di interesse, sugli acquisti di attività, sulle operazioni di rifinanziamento e sulle prospettive macroeconomiche. Le domande contenute in tali sezioni sono mantenute sostanzialmente stabili per agevolare la comparabilità delle risposte nel tempo. Tuttavia, ogniqualvolta vengono annunciate nuove misure di politica monetaria da parte del Consiglio direttivo, nel questionario vengono

⁹ Cfr. il [comunicato stampa](#) del 30 gennaio 2019.

incorporate nuove domande. Ad esempio, nell'edizione di settembre 2021 dell'SMA è stata aggiunta una sezione dedicata alla nuova strategia di politica monetaria della BCE. Nel tempo il questionario è stato modificato ma è stata mantenuta la sua struttura; ciò assicura che vengano rilevati sempre tutti i principali parametri di policy.

Il questionario rileva la visione modale e probabilistica degli intervistati.

Sebbene sia improntato ad acquisire la visione modale (sotto forma di stima puntuale), in molti casi il questionario rivolge anche domande di tipo probabilistico per verificare la probabilità che gli intervistati attribuiscono a diversi eventi futuri. Questa tipologia di domande è particolarmente indicata in caso di bimodalità delle aspettative. Le domande probabilistiche eliminano inoltre l'incertezza sull'eventualità che l'intervistato faccia riferimento alla media, alla mediana o alla moda quando gli viene richiesto di fornire una stima puntuale¹⁰.

Per come è stata concepita l'indagine, le informazioni che raccoglie possono essere impiegate per effettuare le seguenti analisi:

- **Valutare le aspettative degli operatori dei mercati finanziari in merito alla politica monetaria.** Nella misura in cui i risultati delle indagini possono essere interpretati come un riflesso delle aspettative dei mercati finanziari, essi possono integrare le informazioni sui prezzi delle attività e orientare l'analisi per ricavare tali aspettative. Nello specifico, è possibile utilizzare modelli econometrici che combinano indagini e prezzi per ricavare utili aspettative "di fondo" o medie (per una trattazione più tecnica, cfr. il riquadro 2). Nel contempo, i dati desunti dalle indagini non sono necessariamente rappresentativi delle attese dei mercati finanziari: la loro dimensione cross-section può essere modesta (data la dimensione ridotta del campione dell'SMA) e l'eterogeneità dei partecipanti può influire sui risultati aggregati.
- **Analizzare le prospettive economiche formulate dagli intervistati.** L'SMA fornisce le previsioni degli intervistati in merito alle variabili e ai rischi macroeconomici principali, che corrispondono alle loro aspettative di politica monetaria (cfr. la sezione 5).
- **Valutare la comprensione della comunicazione e delle indicazioni prospettiche della BCE¹¹.** Fornendo informazioni congiunte sulle attese in merito ai tassi di interesse, agli acquisti di attività e agli andamenti macroeconomici, l'SMA consente una valutazione quantitativa del modo in cui le indicazioni prospettiche si traducono in aspettative circa i tempi e il ritmo delle variazioni dei tassi di interesse e degli acquisti netti di attività, nonché in merito alla durata dei reinvestimenti nell'ambito dei programmi di acquisto della

¹⁰ Per un'istruttiva panoramica dei fondamenti su cui poggia l'introduzione da parte del Federal Reserve System di domande sulla distribuzione delle probabilità nell'SPD, cfr. l'intervento di Fischer, S., "[Monetary Policy Expectations and Surprises](#)", pronunciato alla School of International and Public Affairs, Columbia University, ad aprile 2017.

¹¹ Per una descrizione delle nuove indicazioni prospettiche della BCE in merito ai tassi di interesse, cfr. Lane, P.R., "[The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance](#)", *The ECB Blog*, agosto 2021. La struttura a catena delle indicazioni prospettiche relative al programma di acquisto di attività (PAA) collega gli orizzonti degli acquisti netti di attività e dei reinvestimenti alla data di rialzo dei tassi di interesse.

BCE. Nello specifico l'SMA rivela informazioni sulle aspettative degli intervistati in merito alle tempistiche, in particolare sul significato che gli intervistati attribuiscono a espressioni quali "poco prima", in riferimento al rialzo dei tassi da parte della BCE, e "per un periodo di tempo prolungato" riferito al termine dei reinvestimenti integrali oltre la suddetta data di rialzo dei tassi. L'indagine può essere altresì impiegata per analizzare la misura in cui vengono soddisfatte le condizioni in materia di inflazione stabilite dalla BCE nelle attuali indicazioni prospettive sui tassi di interesse (cfr. il riquadro 3).

Riquadro 2

Come desumere le aspettative degli operatori sui mercati finanziari dai prezzi delle attività e dalle indagini

a cura di Bruno De Backer, Fabian Schupp e Andreea Liliana Vladu

L'indagine SMA rileva le aspettative dei componenti del campione di intervistati in merito alla politica monetaria e agli andamenti macroeconomici. Un approccio alternativo che permette di conoscere le aspettative degli operatori economici consiste nell'esaminare i prezzi delle attività finanziarie, che incorporano le aspettative sui rendimenti futuri, a loro volta legate ai tassi di interesse, all'inflazione, alla crescita economica, agli utili societari e ad altre variabili fondamentali. Essendo disponibili con frequenza giornaliera o anche maggiore, i prezzi delle attività possono essere utilizzati per desumere tempestivamente le aspettative degli operatori sui mercati finanziari. Tali prezzi possono quindi integrare le informazioni ricavate dalle indagini, disponibili con minore frequenza e solo per alcuni orizzonti previsivi.

I tassi di interesse a termine sono uno degli indicatori delle aspettative degli operatori di mercato sui tassi di interesse. Questi tassi (ad esempio il tasso di interesse a un anno quattro anni in avanti), vengono rilevati a una data presente e si applicano ai contratti di cessione o di assunzione di credito aventi decorrenza futura¹². Secondo l'assunto più semplice dell'ipotesi sulle aspettative, i tassi a termine possono essere interpretati come tassi attesi a breve termine. In base a questa logica, l'attuale profilo piatto del segmento a breve della curva a termine dell'€STR suggerisce che gli operatori di mercato prevedono che l'€STR (e quindi anche il tasso sui depositi presso la BCE) si manterrà sul livello attuale per un periodo di tempo prolungato. Analogamente, i tassi a termine ricavati dagli swap indicizzati all'inflazione riflettono le aspettative sui tassi di inflazione futuri.

Tuttavia, i tassi a termine non riflettono soltanto le aspettative degli operatori di mercato sui tassi effettivi, ma anche una componente di premio per il rischio che compensa gli investitori per l'assunzione del rischio di variazione dei tassi o di reinvestimento¹³. Tale premio per il rischio è dato dalla differenza fra i tassi a termine e una misura del tasso di interesse atteso a breve termine sugli orizzonti temporali corrispondenti. Può essere positivo o negativo, variare nel tempo e la sua entità in termini assoluti dipende dall'incertezza e dall'avversione al rischio degli operatori di mercato.

¹² I tassi a termine sono spesso definiti come "tassi a termine impliciti", sono cioè calcolati a partire dai tassi di interesse a pronti osservati sulla base del fatto che è possibile replicare il flusso dei rendimenti di un contratto a termine creando portafogli di posizioni lunghe e corte in obbligazioni. Il "tasso a termine implicito" dipenderebbe quindi dai rendimenti attuali dei titoli obbligazionari che costituiscono il portafoglio replicante. Il tasso a termine a un anno su un orizzonte quadriennale, ad esempio, sarebbe implicito nei rendimenti obbligazionari a quattro e a cinque anni.

¹³ L'entità e il segno del premio per il rischio a termine dipenderanno dall'incertezza circa il livello futuro del tasso di interesse a breve termine, ma anche dal contesto economico in cui si prevede che tali tassi superiori o inferiori alle attese si manifesteranno. Cfr., ad esempio, il capitolo 19.2 "Yield curve and expectations hypothesis", in Cochrane, J.H., *Asset pricing*, Princeton University Press, 2001.

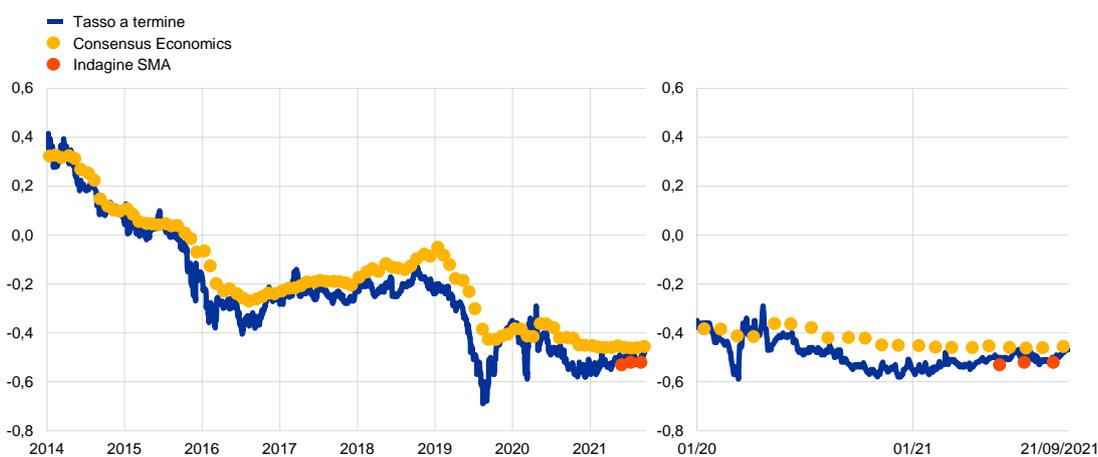
Sebbene i tassi a termine siano prontamente disponibili, le loro sottocomponenti (aspettative sui tassi e premi per il rischio) non sono osservabili singolarmente e ciò pone problemi all'uso dei prezzi delle attività per monitorare le aspettative degli operatori di mercato nel tempo.

Il grafico A raffronta il tasso Euribor a tre mesi dodici mesi in avanti (linea blu) con le previsioni ricavate dall'indagine SMA relativamente al tasso Euribor a tre mesi tra dodici mesi. I dati dell'indagine rappresentano la media del tasso atteso (pallini gialli) dagli esperti intervistati da Consensus Economics e la mediana del tasso ritenuto più probabile dai partecipanti all'SMA (pallini rossi). Sulla base dell'assunto che le risposte aggregate ai quesiti dell'indagine siano sostanzialmente in linea con le aspettative sui tassi di interesse incorporate nei tassi a termine dell'Euribor a tre mesi, il grafico A mostra la presenza e la variazione nel tempo dei premi a termine per il rischio, misurati dalla differenza tra le aspettative desunte dall'indagine e i tassi a termine. Un'analisi dei tassi a termine e delle previsioni emerse dalle indagini di Consensus Economics suggerisce che, in media, il premio a termine per il rischio sull'Euribor a tre mesi dodici mesi in avanti è lievemente negativo dal 2014¹⁴. Per il periodo più recente, si osserva un leggero scostamento delle previsioni aggregate emerse dall'indagine SMA rispetto alle previsioni aggregate di Consensus Economics, che potrebbe essere dovuto a effetti di composizione del campione, a differenze nei periodi di segnalazione e a discrepanze nei quesiti proposti.

Grafico A

Euribor a tre mesi: tasso a termine a 12 mesi e aspettative desunte dalle indagini

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Consensus Economics, indagine SMA ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime previsioni ricavate dalle indagini si riferiscono a settembre 2021. Consensus Economics riporta le medie delle previsioni puntuali rilevate tra i partecipanti all'indagine, mentre l'SMA riporta le mediane delle previsioni puntuali modali segnalate dagli intervistati.

Poiché le aspettative desunte dalle indagini sono disponibili solo in determinati momenti, esse potrebbero non esserlo quando la loro utilità al fine di misurare le aspettative degli operatori di

¹⁴ La corresponsione di un premio per il rischio negativo potrebbe essere ragionevole dal punto di vista dell'investitore nel caso una determinata attività funga da forma di protezione contro shock avversi, ossia se tende ad avere un rendimento elevato in presenza di condizioni negative. Per le attività prive di rischio nominale ciò potrebbe verificarsi, ad esempio, qualora gli investitori nutrissero timori riguardo a scenari di bassa crescita o bassa inflazione (cfr. Piazzesi, M. e Schneider, M., "Equilibrium Yield Curves", *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 21, 2006; e Campbell J.Y., Sunderam, A. e Viceira, L.M., "Inflation Bets or Deflation Hedges? The changing risks of nominal bonds", *Critical Finance Review*, vol. 6, 2017, pagg. 263-301).

mercato sarebbe maggiore, ad esempio in periodi di crisi¹⁵. Per contro, i prezzi delle attività sono disponibili con frequenza giornaliera, ma, come spiegato sopra, il loro contenuto informativo in riferimento alle aspettative sui tassi di interesse è reso meno chiaro dalla presenza di premi per il rischio. Per poter beneficiare di entrambe le fonti di dati, sono stati sviluppati modelli econometrici volti ad abbinare la tempestività delle rilevazioni dei prezzi delle attività con i dati provenienti dalle indagini, che escludono le componenti legate ai premi per il rischio, ma sono disponibili più sporadicamente. Ad esempio è possibile progettare modelli econometrici della struttura per scadenze dei tassi di interesse che incorporano le informazioni ricavate dalle indagini¹⁶. L'inclusione delle informazioni desunte dalle indagini nelle stime elaborate mediante i modelli della struttura per scadenze aiuta gli esperti di econometria a valutare meglio il grado di persistenza delle aspettative sui tassi di interesse, che potrebbe altrimenti essere sottostimato, dando per scontato un ritorno troppo marcato delle previsioni sui tassi alla media di lungo periodo implicita nel modello¹⁷. Inoltre, l'integrazione dei dati delle indagini nei modelli della struttura per scadenze può contribuire a determinare meglio la media di lungo periodo dei tassi di interesse¹⁸. Nel complesso, questi modelli forniscono una misura ad alta frequenza delle aspettative sui tassi di interesse che riflette entrambe le fonti di informazione: i prezzi delle attività (cioè la curva dei rendimenti osservata ogni giorno) e i dati delle indagini (ossia le aspettative riguardo ai tassi su vari orizzonti temporali, rilevate presso campioni di intervistati in determinati momenti).

È importante notare che le stime delle aspettative sui tassi di interesse basate su modelli in genere non corrispondono (e non devono necessariamente corrispondere) con esattezza alle aspettative desunte dalle indagini. La differenza tra le due fonti riflette in parte il fatto che i modelli sono soggetti a stime e incertezze, dal momento che non è possibile osservare il vero "processo di generazione dei dati". Inoltre, le aspettative medie o mediane riportate dai partecipanti all'indagine possono differire dalle aspettative degli investitori marginali che determinano i prezzi delle attività¹⁹. Inoltre, poiché solitamente i modelli includono le aspettative medie o mediane rilevate dalle

¹⁵ Ad esempio, alla fine di febbraio e agli inizi di marzo 2020, quando in Europa si sono intensificate le turbolenze sui mercati finanziari legate alla diffusione del coronavirus (COVID-19), i dati delle indagini furono disponibili solo il 9 marzo (Consensus Economics), il 6 e il 17 marzo (indagini di Bloomberg sul tasso dei depositi presso la banca centrale) e il 1° marzo (fase pilota dell'SMA) e i relativi risultati divennero rapidamente obsoleti dopo la loro pubblicazione.

¹⁶ Un'ipotesi comune spesso applicata nei modelli econometrici della struttura per scadenze è l'esclusione delle opportunità di arbitraggio tra le varie scadenze. Tale ipotesi implica che non è possibile creare portafogli obbligazionari con scadenze differenti, tali da consentire all'investitore di percepire con certezza profitti positivi in futuro senza investire alcuna forma di capitale oggi. Tecnicamente il vincolo dell'esclusione dell'attività di arbitraggio si traduce in restrizioni applicate a tutti i parametri del modello. Cfr., ad esempio, Joslin, S., Singleton, K.J. e Zhu, H., "A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models", *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n. 3, 2011, pagg. 926-970.

¹⁷ Cfr., ad esempio, Kim, D.H. e Orphanides, A., "Term Structure Estimation with Survey Data on Interest Rate Forecasts", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 47, n. 1, 2012, pagg. 241-272; e Geiger, F. e Schupp, F., "With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound", *Discussion Paper*, n. 27, Deutsche Bundesbank, 2018.

¹⁸ Fra i modelli che utilizzano le informazioni tratte dalle indagini per definire meglio la media di lungo periodo (soggetta a variazioni nel tempo) dei tassi di interesse figurano quelli proposti in Kozicki, S. e Tinsley, P.A., "Effective Use of Survey Information in Estimating the Evolution of Expected Inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, n. 1, 2012, pagg. 145-169; Del Negro M., Giannone, D., Giannoni, M.P. e Tambalotti, A., "Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest", *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera, 2017, pagg. 235-316; e Bauer, M.D. e Rudebusch, G.D., "Interest Rates under Falling Stars", *American Economic Review*, vol. 110, n. 5, 2020, pagg. 1316-1354.

¹⁹ Cfr., ad esempio, Reis, R., "The People versus the Markets: A Parsimonious Model of Inflation Expectations", *CEPR Discussion Paper*, n. 15624, 2021.

indagini, essi non danno conto dell'eterogeneità tra i partecipanti all'indagine²⁰. Inoltre, le aspettative desunte dalle indagini potrebbero risentire di equivoci o di una erronea rappresentazione delle aspettative stesse indotta da incentivi sbagliati (come la riluttanza a discostarsi troppo dalle opinioni più comuni).

Il grafico B rappresenta e mette a confronto le curve a termine dell'Eonia e dell'€STR con le previsioni basate sui modelli e le aspettative dei tassi del mercato monetario desunte dalle indagini in tre momenti diversi degli ultimi dieci anni. I risultati basati sui modelli sono ottenuti da un modello econometrico della struttura per scadenze con un limite inferiore ai tassi di interesse che tiene conto delle previsioni di Consensus Economics e delle recenti previsioni rilevate dall'indagine SMA²¹. Il pannello superiore e quello centrale del grafico B mostrano che le aspettative emerse dalle indagini e gli andamenti dei tassi previsti e impliciti nel modello possono collocarsi al di sotto o al di sopra della curva a termine, fattore indicante che i premi a termine possono essere positivi o negativi. Inoltre, i pannelli del grafico mostrano che le aspettative basate sui modelli possono essere rappresentate per orizzonti temporali arbitrari e più ampi. Per contro, le indagini possono dare indicazioni solo relativamente ai periodi specificati nei rispettivi questionari. Il pannello inferiore del grafico B mette a confronto la curva a termine dell'€STR prevalente ad agosto 2021 con la mediana dell'andamento dell'€STR ritenuto più probabile dai partecipanti all'indagine SMA²². I risultati delle indagini e dei modelli sembrano indicare premi a termine pressoché nulli fino a circa tre anni in avanti, e successivamente premi a termine negativi.

²⁰ La disponibilità di dati individuali a livello dei vari partecipanti al fine di misurare l'eterogeneità delle opinioni è uno dei vantaggi offerti dalle informazioni tratte dalle indagini. Tuttavia, la maggior parte dei modelli econometrici che ricorrono a queste ultime sono basati su una misura della tendenza centrale e ignorano tale dispersione.

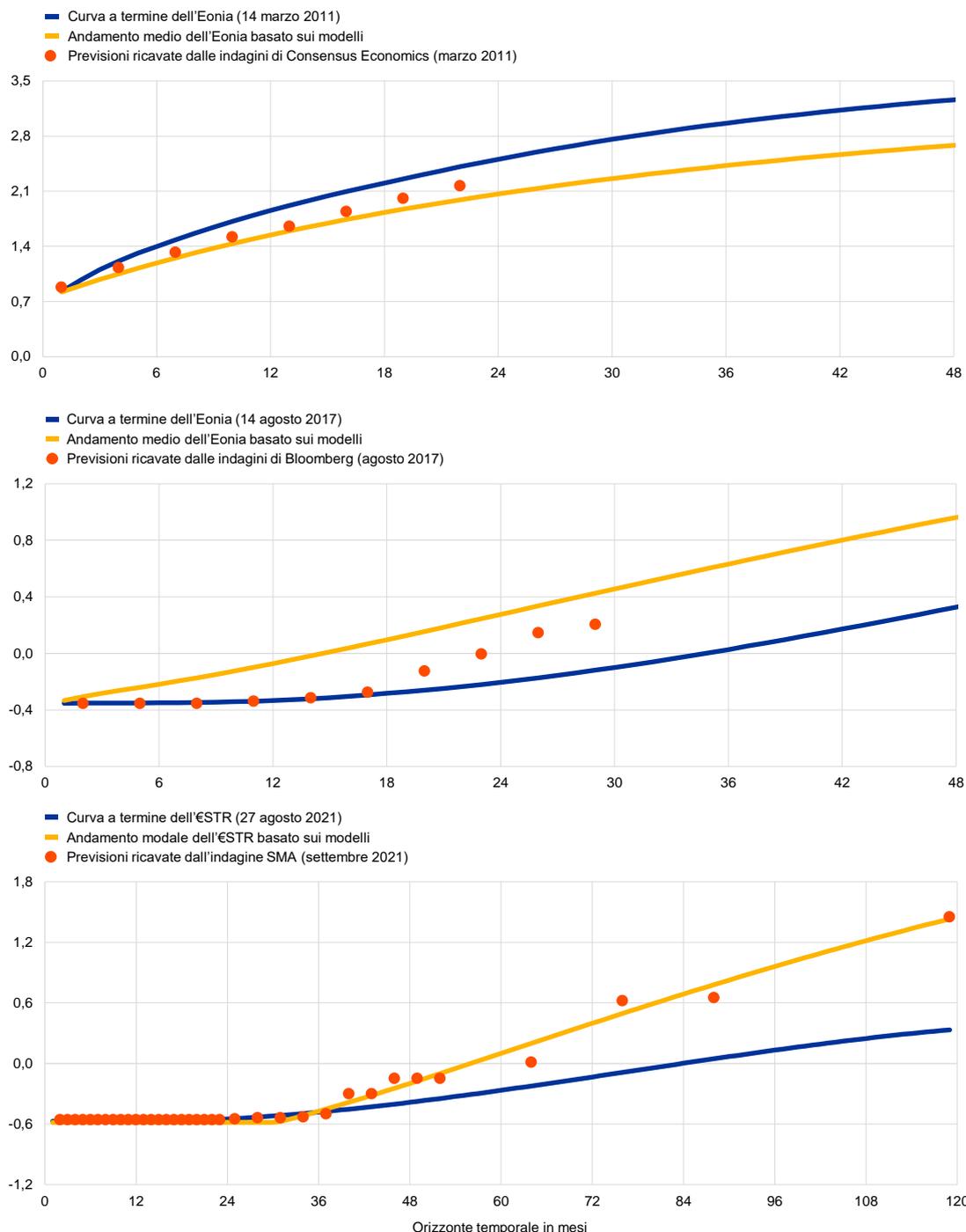
²¹ Poiché Consensus Economics chiede ai partecipanti all'indagine di indicare le proprie aspettative sul tasso Euribor a tre mesi, prima di essere inserite nel modello tali previsioni vengono corrette per il differenziale osservato tra il tasso Euribor a tre mesi e il tasso €STR.

²² Per coerenza, è riportato l'andamento dei tassi basato su modelli ritenuto più probabile, cioè l'andamento modale, anziché quello medio.

Grafico B

Curve a termine, aspettative basate sui modelli e previsioni ricavate dalle indagini

(asse delle ascisse: orizzonte temporale in mesi; asse delle ordinate: valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg, Consensus Economics, Refinitiv e BCE (indagine SMA ed elaborazioni degli esperti).

Nota: le stime basate sui modelli seguono l'approccio adottato da Geiger, F. e Schupp, F., "With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound", *Discussion Paper*, n. 27, Deutsche Bundesbank, 2018.

L'indagine SMA può risultare particolarmente utile per i modelli che scompongono i prezzi delle attività in aspettative e premi per il rischio, per via delle sue caratteristiche peculiari: in primo luogo, rispetto ad altre indagini, fornisce previsioni per una gamma più ampia di variabili (i tre tassi di

interesse di riferimento della BCE, l'€STR, l'Euribor a tre mesi e l'inflazione); inoltre, a differenza della maggior parte delle altre indagini, le serie di dati ricavate dall'indagine SMA forniscono anche una griglia di orizzonti previsivi ricca e coerente, fino a dieci anni in avanti (orizzonti "di lungo termine") per alcune variabili; infine l'indagine viene svolta poco prima delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo (in media ogni sei settimane).

In ragione della sua ancora breve storia, i risultati dell'indagine SMA devono essere integrati con i dati desunti da altre indagini al fine di poter informare i modelli utilizzati per ricavare le aspettative sui tassi di interesse o sull'inflazione ad alta frequenza. Man mano che sarà disponibile un maggior numero di serie di dati SMA, tali modelli saranno sempre più integrati con le nuove informazioni.

3 Selezione del campione

Nel comunicato stampa che annunciava l'avvio dell'indagine SMA sono stati fissati quattro criteri per la selezione degli intervistati. I criteri sono: a) rilevanza per il mercato, b) rappresentatività geografica, c) impegno a partecipare regolarmente all'indagine e d) coinvolgimento attivo nei campi di attività oggetto dell'indagine²³.

Gli intervistati sono stati selezionati tra i membri dei gruppi di contatto della BCE con gli operatori di mercato, in quanto tali soggetti soddisfano ampiamente i quattro criteri summenzionati²⁴. L'affidabilità dei gruppi di contatto della BCE con gli operatori di mercato, rintracciabile nei dati storici, offre un metodo efficace per identificare i potenziali partecipanti all'indagine SMA, dal momento che la disponibilità a un impegno attivo nella partecipazione all'indagine riveste un ruolo cruciale nel garantire la qualità dell'indagine stessa²⁵. Il livello di impegno alla partecipazione attiva è particolarmente rilevante se si considera che il campione dell'SMA comprende 29 enti, ed è quindi necessario un tasso di risposta elevato per assicurare che l'indagine sia rappresentativa dell'opinione dei mercati. L'elenco degli enti è pubblicato sul sito Internet della BCE e il tasso di partecipazione è stato elevato, anche durante la fase pilota²⁶. La composizione del campione, rimasta sostanzialmente invariata dall'inizio dell'indagine, è attualmente in fase di revisione. La figura 1 mostra la distribuzione geografica dei partecipanti attuali.

²³ Cfr. il [comunicato stampa](#) del 30 gennaio 2019.

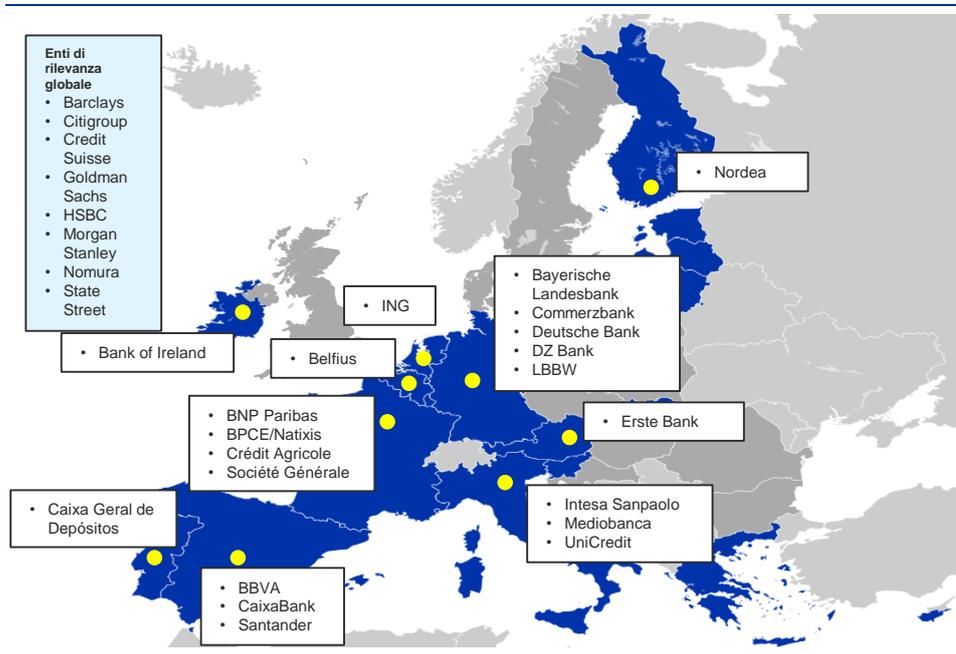
²⁴ Nella compilazione delle statistiche riassuntive è attribuito lo stesso peso a tutti gli intervistati.

²⁵ I dettagli sui gruppi di contatto della BCE con gli operatori di mercato sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE. Va precisato che tali gruppi sono composti dagli enti di dimensioni maggiori, come dimostrano la loro rilevanza di mercato e capacità analitica.

²⁶ Per un elenco dei partecipanti alla fase pilota dell'SMA, cfr. il [sito Internet](#) della BCE.

Figura 1

Composizione del campione



Fonte: BCE.

La selezione degli intervistati si è focalizzata sul settore bancario. Una delle ragioni alla base di questo approccio è l'importanza del ruolo che le banche rivestono nella trasmissione della politica monetaria dell'area dell'euro, in qualità di controparti della BCE, di operatori nei mercati finanziari o di intermediari creditizi nel sistema bancocentrico dell'area. Inoltre, le previsioni economiche e le ricerche di mercato delle banche possono concorrere a informare le opinioni dei loro clienti. In questo senso, anche le loro aspettative riguardo alla politica monetaria e all'economia possono essere considerate indicative delle aspettative degli investitori. Per determinare la "visione interna", agli intervistati è stato chiesto di coordinare le risposte in base al punto di vista dei rispettivi economisti, responsabili delle strategie e operatori commerciali, al fine di assicurare la coerenza.

La composizione del campione d'ora in poi sarà rivista con cadenza annuale.

La BCE aggiorna periodicamente il campione di banche incluse nei propri gruppi di contatto. Di conseguenza, viene rivista anche la composizione del campione dell'SMA, con particolare attenzione alla valutazione della qualità delle risposte e del livello di impegno degli intervistati nei 12 mesi precedenti. Allo stesso tempo, nuovi potenziali partecipanti potrebbero essere invitati a prendere parte all'indagine. In prospettiva, e in considerazione della crescente rilevanza del settore della gestione delle attività finanziarie nei mercati finanziari, in ultima analisi potrebbero essere invitati a partecipare all'indagine SMA anche enti che si occupano dell'acquisto di attività finanziarie (imprese buy-side).

4 Governance dell'indagine SMA

Poiché l'SMA è un'indagine della BCE sulla politica monetaria, sono necessari presidi di sicurezza specifici per assicurare che le domande in essa contenute non vengano erroneamente interpretate come segnali di future decisioni di politica monetaria e per garantire, al contempo, che esse recepiscano le decisioni assunte dal Consiglio direttivo in maniera tempestiva ed esaustiva.

Di conseguenza, la governance dell'SMA è stata concepita tenendo conto di diversi aspetti.

Responsabilità in capo agli esperti: sin dall'inizio l'indagine SMA è stata gestita dal personale tecnico come evidenziato dalla clausola di esclusione di responsabilità del questionario in cui si afferma che "l'indagine è stata formulata dagli esperti della BCE; i membri degli organi decisionali della BCE non sono coinvolti nella formulazione dell'indagine" e che "le domande non presumono né indicano mai l'intenzione di intraprendere alcuna particolare azione di politica monetaria in futuro"²⁷.

Ambito del questionario: il questionario dell'SMA sembra essere ben compreso dagli intervistati e ha subito un notevole ampliamento, durante la fase pilota, volto a incorporare le nuove misure di politica monetaria introdotte dal Consiglio direttivo attraverso domande che si basano generalmente sulla dichiarazione di politica monetaria.

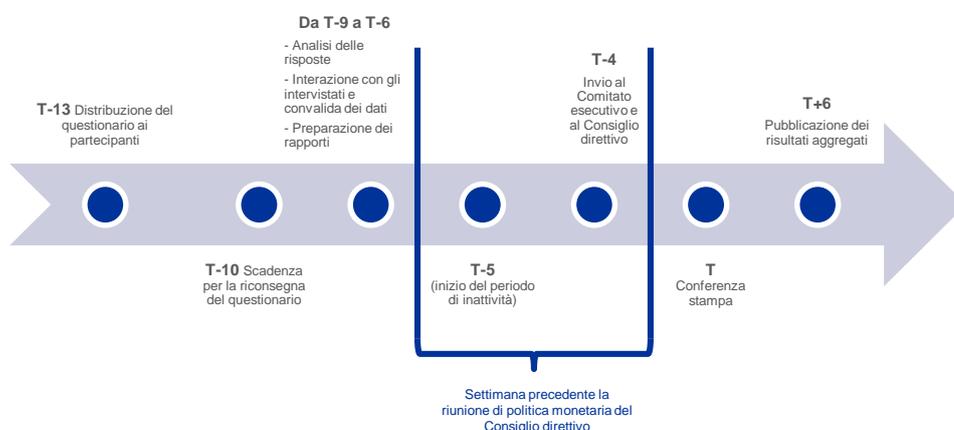
Formulazione delle domande: le domande sono formulate in modo neutrale.

Frequenza dell'indagine: sin dal suo avvio, la frequenza dell'indagine è stata allineata al calendario delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, che hanno luogo ogni sei settimane (cfr. la figura 2 per una tipica cronologia dell'SMA). Tredici giorni lavorativi prima della riunione del Consiglio direttivo, in genere il lunedì mattina alle ore 10:00 (orario dell'Europa centrale), il questionario viene inviato agli intervistati e pubblicato simultaneamente sul sito Internet della BCE. Gli intervistati forniscono le loro risposte entro il giovedì sera della stessa settimana, quindi il team dell'SMA convalida e analizza i questionari per poi trasmetterne i risultati aggregati al Consiglio direttivo, quattro giorni lavorativi prima della sua riunione. Da giugno 2021 i risultati sono pubblicati sul sito Internet della BCE alle 18:00 (orario dell'Europa centrale) del venerdì della settimana successiva alla riunione del Consiglio direttivo.

Controllo di qualità delle risposte: le risposte vengono sottoposte a controlli incrociati per verificare la coerenza con le altre informazioni disponibili al pubblico e con gli esercizi statistici periodici.

²⁷ Per la versione integrale della clausola di esclusione di responsabilità, cfr., ad esempio, [l'indagine della BCE presso gli analisti monetari di settembre 2021](#), BCE, agosto 2021.

Figura 2
Cronologia dell'SMA



Fonte: BCE.

Nota: la cronologia è espressa in giorni lavorativi, dove T corrisponde alla data della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo.

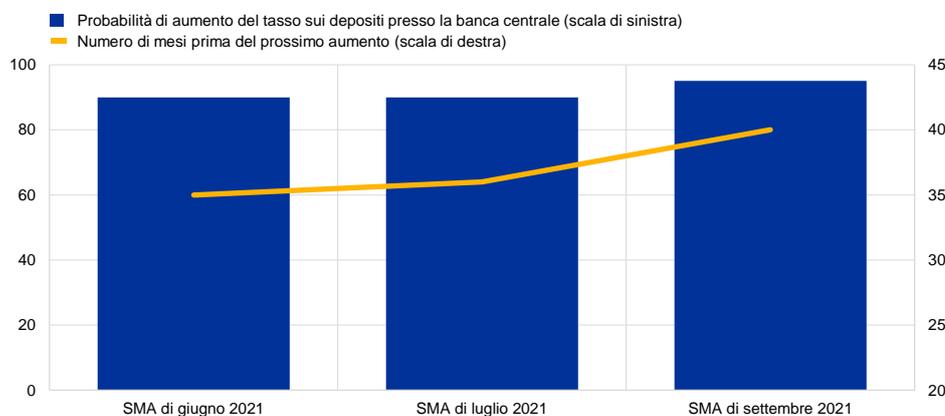
5 Come utilizzare i risultati dell'SMA per determinare le aspettative del mercato

Uno dei principali obiettivi dell'SMA consiste nel valutare le aspettative degli intervistati in merito ai tassi di interesse di riferimento, agli acquisti di attività e alle operazioni di rifinanziamento. Nella sezione 1 del questionario agli intervistati viene richiesto di esprimere le proprie aspettative in merito ai tassi di interesse di riferimento della BCE, nonché ai tassi e alle condizioni di mercato. Ad esempio, la prima domanda della sezione chiede di indicare la probabilità che la prossima variazione dei tassi di interesse di riferimento della BCE sia un aumento o una diminuzione, la tempistica più plausibile e l'entità attesa della variazione. Secondo i risultati dell'indagine di settembre 2021, vi erano aspettative pressoché unanimi, con una probabilità mediana del 95 per cento, che la successiva variazione del tasso sui depositi presso la banca centrale sarebbe stata un aumento (cfr. il grafico 1, terza colonna). Riguardo alla tempistica dell'aumento, secondo l'aspettativa mediana esso sarebbe intervenuto nel quarto trimestre del 2024, sei mesi più tardi rispetto a quanto indicato nell'edizione dell'SMA di luglio 2021 (cfr. il grafico 2). Come descritto nel riquadro 3, questo riflette la revisione delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse, da parte del Consiglio direttivo, secondo quanto annunciato a luglio 2021. Da ciò si evince come l'SMA sia in grado di rilevare il modo in cui le variazioni delle aspettative degli intervistati riguardo alle prospettive economiche (cfr. la sezione 4 dell'indagine) incidano sulle loro attese in materia di politica monetaria.

Grafico 1

Probabilità attribuita all'ipotesi che la prossima variazione del tasso sui depositi presso la banca centrale sia un aumento

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: mesi)



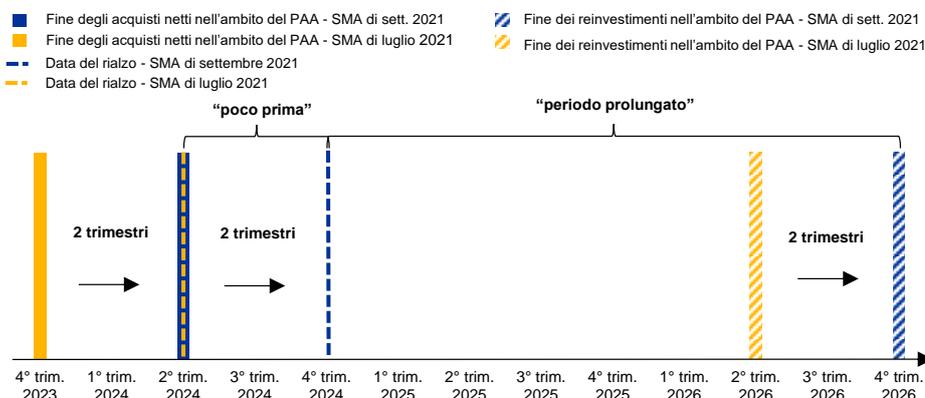
Fonte: BCE.

Nota: il numero di intervistati è pari a 21 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA, a 21 per l'edizione di luglio 2021 e a 22 per l'edizione di giugno 2021.

Grafico 2

Aspettative in merito ai parametri di policy

(asse delle ascisse: data)



Fonte: BCE.

Nota: il numero di intervistati è pari a 24 per le edizioni di settembre e di luglio 2021 dell'SMA.

Le aspettative degli intervistati in merito ai programmi di acquisto di attività della BCE (il PAA e il PEPP) e ai reinvestimenti sono trattate nella sezione 2 del questionario. La sezione inizia con il PAA e pone domande composite riguardo al termine degli acquisti netti di attività, alla lunghezza del periodo per cui verrà protratto il reinvestimento dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PAA, all'evoluzione della consistenza dei titoli nell'ambito del PAA e alle attese degli intervistati in merito a eventuali variazioni del programma. Nell'edizione di settembre 2021, l'aspettativa mediana era che il PAA sarebbe terminato a metà 2024 e i reinvestimenti integrali sarebbero proseguiti sino alla fine del 2026 (cfr. il grafico 2).

I risultati dell'indagine SMA sui tassi di interesse e sugli acquisti di attività possono essere utilizzati per comprendere l'efficacia dell'interazione fra le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse e sugli acquisti di attività.

Le indicazioni prospettiche sui parametri del PAA si collegano a quelle sui tassi di interesse attraverso le condizioni che è necessario soddisfare prima che questi ultimi inizino ad aumentare (cfr. il riquadro 3): gli acquisti netti verranno condotti fino a “poco prima” della data in cui il Consiglio direttivo comincerà a innalzare i tassi, mentre i reinvestimenti proseguiranno per un “periodo di tempo prolungato” oltre tale data (cfr. il grafico 2). I risultati dell'indagine SMA indicano che gli intervistati hanno rivisto i tempi attesi per il termine degli acquisti netti, il rialzo dei tassi di interesse e la fine dei reinvestimenti in modo coerente, in linea con le indicazioni prospettiche concatenate sui tassi di interesse e sugli acquisti di attività: il rinvio della data di rialzo del tasso sui depositi presso la banca centrale è associato all'orizzonte prolungato degli acquisti netti e dei reinvestimenti nell'ambito del PAA e viceversa.

La seconda parte della sezione 2 del questionario riguarda le aspettative degli intervistati in merito al PEPP, introdotto in risposta alla pandemia di COVID-19.

Ai partecipanti sono state poste domande composite circa l'ammontare dei titoli che, secondo le loro attese, verranno acquistati nell'ambito del PEPP entro marzo 2022, nonché sulle loro previsioni riguardo alla data di termine del programma e sul profilo atteso per gli acquisti trimestrali. Nell'edizione di settembre l'aspettativa mediana era che il programma avrebbe avuto termine nel primo trimestre del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico 3), che i reinvestimenti sarebbero proseguiti sino alla fine del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 3) e che la dotazione complessiva di 1.850 miliardi di euro non sarebbe stata interamente utilizzata entro marzo 2022 (cfr. il pannello b) del grafico 3). L'aspettativa mediana che la dotazione del PEPP non sarebbe stata interamente esaurita entro il secondo trimestre del 2022 è stata confermata anche dalle indagini condotte da Bloomberg e Thomson Reuters. Secondo l'aspettativa mediana degli intervistati, l'entità media degli acquisti mensili per ciascun trimestre sarebbe progressivamente diminuita negli ultimi tre trimestri del programma (cfr. il grafico 4).

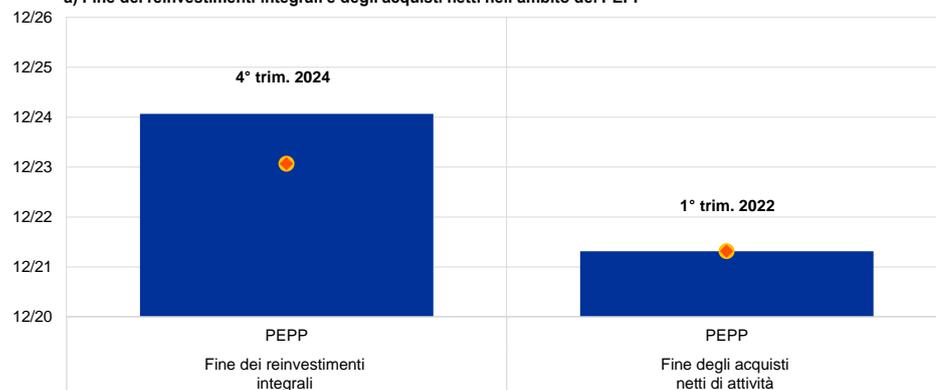
Grafico 3

Aspettative in merito al PEPP e alle OMRLT-III

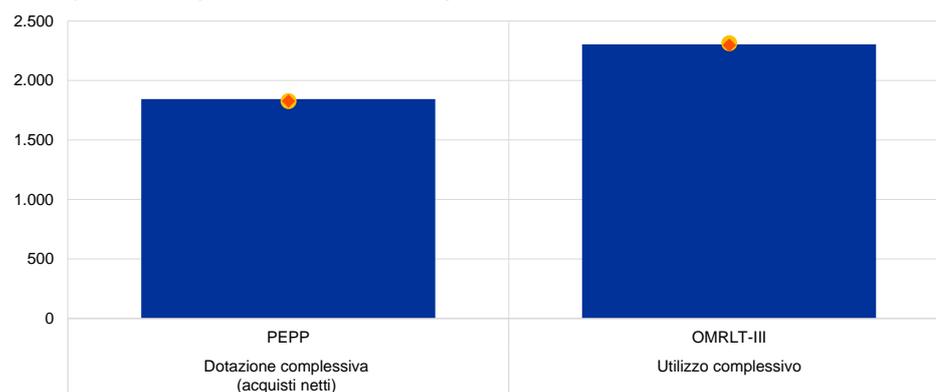
(pannello a): data; (pannello b): miliardi di euro

- SMA di settembre 2021
- SMA di luglio 2021
- ◆ SMA di giugno 2021

a) Fine dei reinvestimenti integrali e degli acquisti netti nell'ambito del PEPP



b) Dotazione complessiva del PEPP e utilizzo complessivo delle OMRLT-III



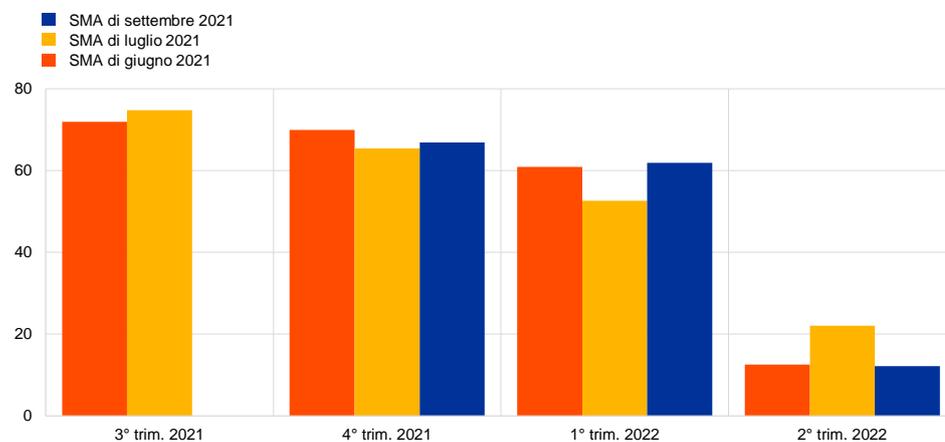
Fonte: BCE.

Nota: il numero di intervistati è pari a 24 per le edizioni di settembre, di luglio e di giugno 2021 dell'SMA.

Grafico 4

Aspettative sul ritmo medio mensile degli acquisti condotti nell'ambito del PEPP divise per trimestre

(miliardi di euro al mese)



Fonte: BCE.

Note: il numero di intervistati è pari a 22 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA, a 21 per l'edizione di luglio 2021 e a 22 per l'edizione di giugno 2021. Il ritmo è calcolato come differenza iniziale delle quote detenute nell'ambito del PEPP per l'intervistato mediano.

La sezione 3 del questionario acquisisce le aspettative sulle operazioni

di rifinanziamento della BCE. Nell'edizione di settembre, l'intervistato mediano si attendeva che l'ammontare complessivo delle somme erogate nell'ambito delle OMRLT-III sarebbe stato pari a 2.304 miliardi di euro (cfr. il pannello b) del grafico 3). Nel loro insieme, le sezioni 1, 2 e 3 dell'indagine forniscono una valutazione molto approfondita delle aspettative degli operatori dei mercati finanziari.

Le prospettive macroeconomiche sono rilevate nella sezione 4 del

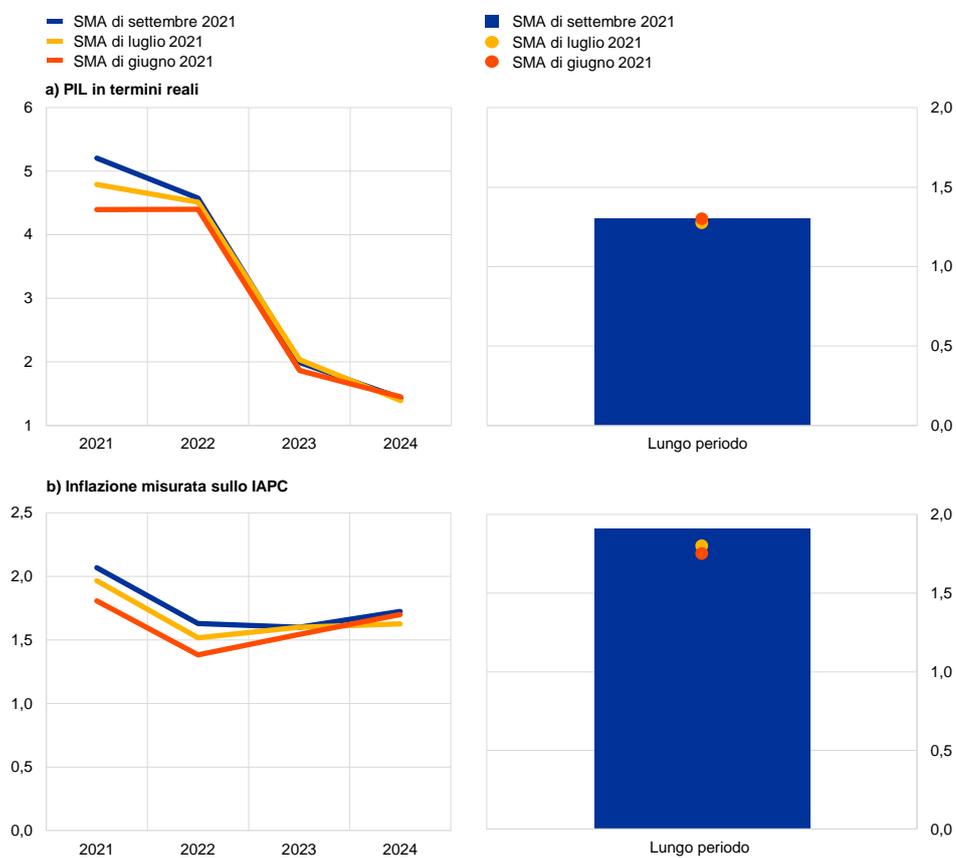
questionario. Agli intervistati è richiesto di fornire previsioni sulle principali variabili macroeconomiche su un orizzonte temporale lungo e sui rischi associati a tale prospettiva. Le edizioni dell'indagine condotte da giugno a settembre 2021 segnalano revisioni al rialzo per la crescita e le prospettive di inflazione a breve termine nell'area dell'euro (cfr. il grafico 5). L'indagine SMA raccoglie le opinioni degli intervistati sulle previsioni macroeconomiche e sulle prospettive a più lungo termine, nonché sui rischi commensurati alle loro attese sul piano delle politiche. In particolare, l'aspettativa mediana per l'inflazione di lungo periodo è stata pari all'1,9 per cento a settembre e, come illustrato nel riquadro 3, si è registrato un aumento del numero di intervistati che prevedono un'inflazione di lungo periodo compresa tra l'1,8 e il 2 per cento a seguito del riesame della strategia da parte della BCE²⁸. Quanto ai rischi associati alle prospettive dei partecipanti, la maggior parte degli intervistati ritiene bilanciati i rischi per la crescita, con un aumento dei rischi al rialzo per l'inflazione percepiti nelle indagini più recenti (cfr. il grafico 6).

²⁸ Il lungo periodo deve essere interpretato come l'orizzonte in corrispondenza del quale verranno meno gli effetti di tutti gli shock. Per semplicità, e ai fini della presente indagine, esso può essere fatto corrispondere a circa dieci anni.

Grafico 5

Previsioni mediane per il PIL in termini reali e per l'inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

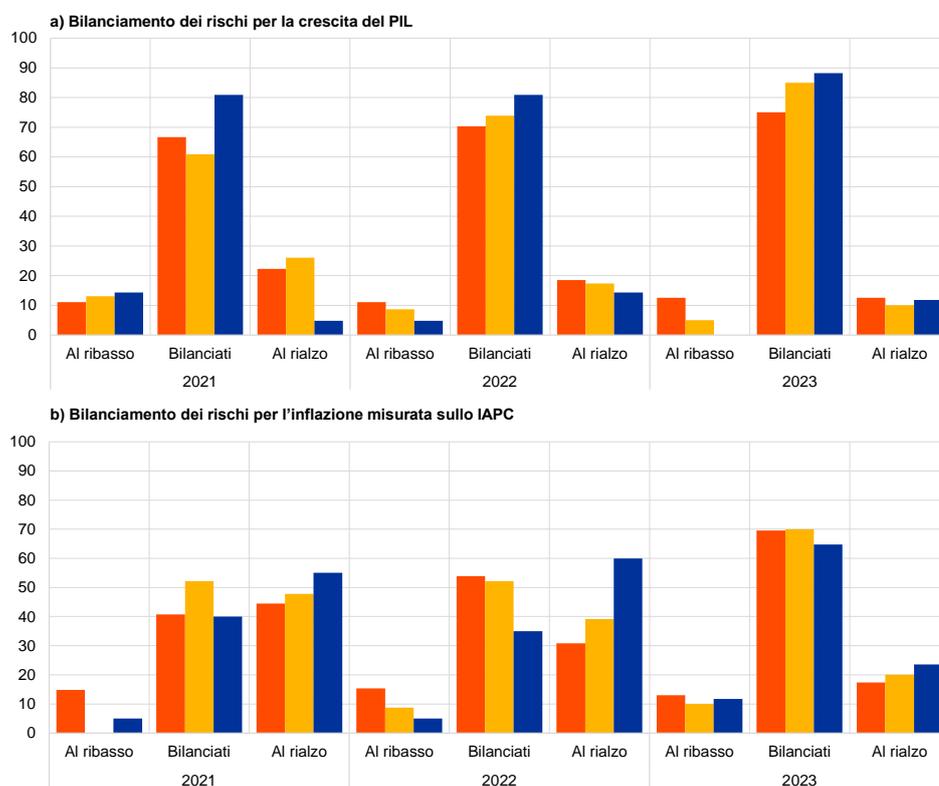
Nota: il numero di intervistati è pari a 23 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA, a 24 per l'edizione di luglio 2021 e a 25 per l'edizione di giugno 2021.

Grafico 6

Bilanciamento dei rischi

(percentuale degli intervistati)

■ SMA di settembre 2021
■ SMA di luglio 2021
■ SMA di giugno 2021



Fonte: BCE.

Nota: il numero di intervistati è pari a 21 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA, a 23 per l'edizione di luglio 2021 e a 27 per l'edizione di giugno 2021.

Il livello di disaccordo tra gli intervistati è stato contenuto per quel che riguarda le prospettive di crescita e lievemente più elevato per le prospettive di inflazione. L'indagine consente di valutare l'eterogeneità delle risposte rilevando il disaccordo tra gli intervistati (calcolato come differenza tra il 75° e il 25° percentile) in merito alle previsioni sulla crescita e sull'inflazione (cfr. il grafico 7). È stato osservato un livello di disaccordo simile tra gli intervistati riguardo alle prospettive di crescita, con una quota crescente di interpellati che hanno ritenuto le prospettive bilanciate (cfr. il pannello a) del grafico 6). Per contro, il disaccordo sulle prospettive di inflazione è aumentato nell'indagine SMA condotta a settembre 2021, con una maggiore quota di intervistati che hanno percepito rischi al rialzo per l'inflazione (cfr. il pannello b) del grafico 6).

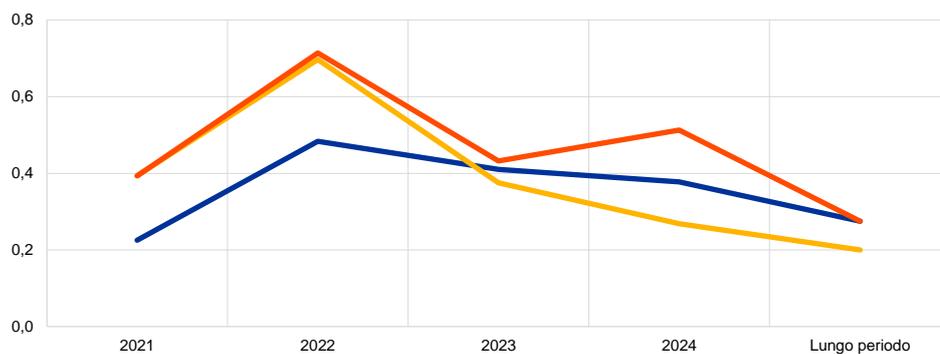
Grafico 7

Disaccordo sul PIL in termini reali e sull'inflazione misurata sullo IAPC tra gli intervistati nell'ambito dell'SMA

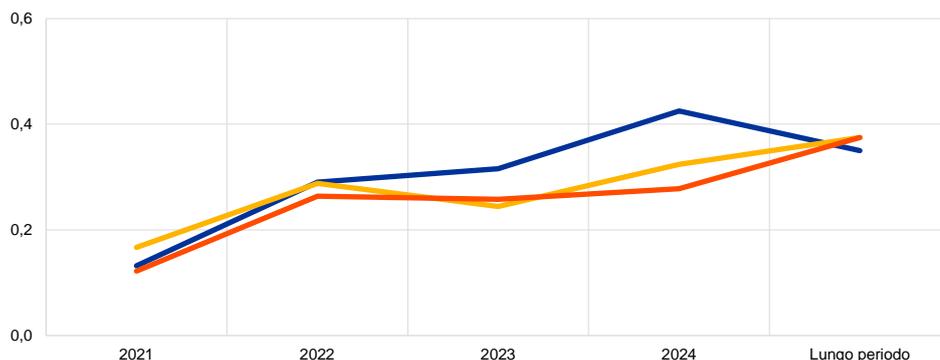
(intervalli interquartili)

— SMA di settembre 2021
— SMA di luglio 2021
— SMA di giugno 2021

a) Variazione del PIL in termini reali



b) Variazione dell'inflazione misurata sullo IAPC



Fonte: BCE.

Nota: il numero di intervistati è pari a 23 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA, a 24 per l'edizione di luglio 2021 e a 25 per l'edizione di giugno 2021.

Come indicato in precedenza, i risultati dell'indagine SMA sono stati utilizzati per capire come gli intervistati interpretino la dichiarazione sulla nuova strategia e le nuove indicazioni prospettiche sui tassi di interesse della BCE e valutare così l'efficacia della comunicazione attuata da parte di quest'ultima (cfr. il riquadro 3 per un'analisi più dettagliata). L'indagine SMA di settembre 2021 include una sezione specificamente dedicata alla dichiarazione sulla nuova strategia, che rivela come gli intervistati ritengano di avere ora, in seguito a tale dichiarazione, una visione più chiara in merito all'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE. Gli intervistati sembrano inoltre aver compreso le condizioni, delineate nella nuova versione delle indicazioni prospettiche sui tassi di interesse, che devono essere soddisfatte prima che i tassi di interesse di riferimento possano iniziare ad aumentare.

Riquadro 3

Analisi dell'impatto della dichiarazione sulla nuova strategia della BCE sulle aspettative di mercato attraverso i dati dell'indagine SMA²⁹

a cura di Falk Mazelis e Arthur Saint-Guilhem

L'8 luglio 2021 la BCE ha annunciato la nuova strategia di politica monetaria, caratterizzata da due innovazioni fondamentali: in primo luogo la ridefinizione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi come un obiettivo di inflazione simmetrico pari al due per cento nel medio termine; in secondo luogo, un impegno condizionale a tenere conto delle implicazioni del limite inferiore effettivo nella conduzione della politica monetaria in un contesto di tassi di interesse nominali strutturalmente bassi³⁰.

Il 22 luglio 2021 il Consiglio direttivo ha rivisto le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse, al fine di allinearle al perseguimento dell'obiettivo di inflazione simmetrico del due per cento. Le nuove indicazioni prospettiche stabiliscono tre condizioni che devono essere soddisfatte prima che i tassi di interesse di riferimento inizino a salire: la prima è che, in prospettiva, ci si attende che l'inflazione raggiunga il nuovo obiettivo del due per cento "ben prima" della fine dell'orizzonte temporale di proiezione; inoltre tale convergenza dovrebbe essere conseguita "in maniera durevole per il resto dell'orizzonte di proiezione"; in terzo luogo si dovrebbe ritenere che i progressi conseguiti dall'attuale inflazione di fondo siano "sufficientemente avanzati" alla data del rialzo, da evitare un irrigidimento prematuro della politica monetaria a fronte di shock avversi suscettibili di provocare pressioni sui costi e di far salire temporaneamente l'inflazione complessiva, ma anche di affievolirsi rapidamente senza implicazioni per gli andamenti dei prezzi. Inoltre in base alle nuove indicazioni prospettiche, e in linea con la dichiarazione sul riesame della strategia, la verifica delle tre condizioni summenzionate potrebbe comportare un periodo transitorio in cui l'inflazione potrebbe collocarsi su un livello moderatamente superiore all'obiettivo.

Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE

Secondo i partecipanti all'indagine SMA, la dichiarazione sulla nuova strategia di politica monetaria ha migliorato la loro comprensione delle scelte comunicative della BCE. L'edizione di settembre dell'indagine comprendeva quesiti concepiti con il preciso scopo di valutare gli effetti della dichiarazione sulla nuova strategia relativamente alla percezione che gli operatori dei mercati hanno della funzione di reazione della BCE. La grande maggioranza degli intervistati ha ritenuto che la dichiarazione avesse migliorato la chiarezza della definizione di stabilità dei prezzi della BCE, nonché la loro comprensione della funzione di reazione della Banca centrale europea (cfr. il pannello a) del grafico A). I commenti degli intervistati hanno rivelato che la nuova strategia è stata ben accolta e che il suo esito era stato ampiamente previsto³¹. Le risposte dei partecipanti hanno

²⁹ Tutti i risultati aggregati cui si fa riferimento nel presente riquadro sono disponibili sul [sito Internet](#) della BCE.

³⁰ Per ulteriori dettagli, cfr. [la dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE](#) e [una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE](#).

³¹ Il fatto che l'esito del riesame della strategia fosse stato ampiamente previsto fa sì che il confronto tra le edizioni di giugno, luglio e settembre dell'SMA potrebbe rilevare solo parzialmente l'impatto della nuova strategia sulle aspettative degli intervistati. Anche le reazioni contenute dei mercati finanziari nel giorno del suo annuncio sono un ulteriore segnale del fatto che l'esito del riesame della strategia fosse ampiamente atteso. In effetti i rapporti pubblicati dagli analisti di mercato prima dell'annuncio sostengono la tesi secondo cui gli operatori di mercato avevano correttamente previsto elementi importanti della nuova strategia e delle relative indicazioni prospettiche.

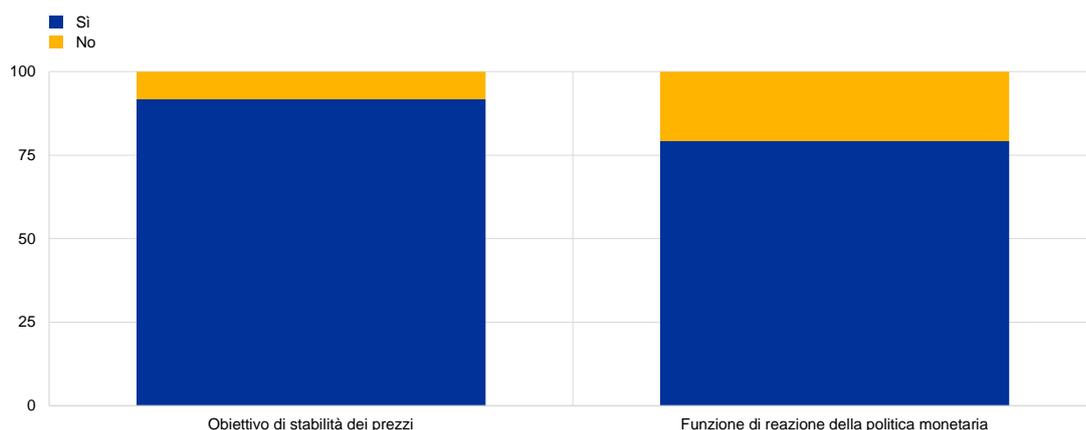
altresì evidenziato come restasse da vedere il modo in cui essa si sarebbe tradotta nell'attuazione pratica della politica monetaria nel tempo³².

Grafico A

Annuncio del riesame della strategia (elenco dei partecipanti all'indagine)

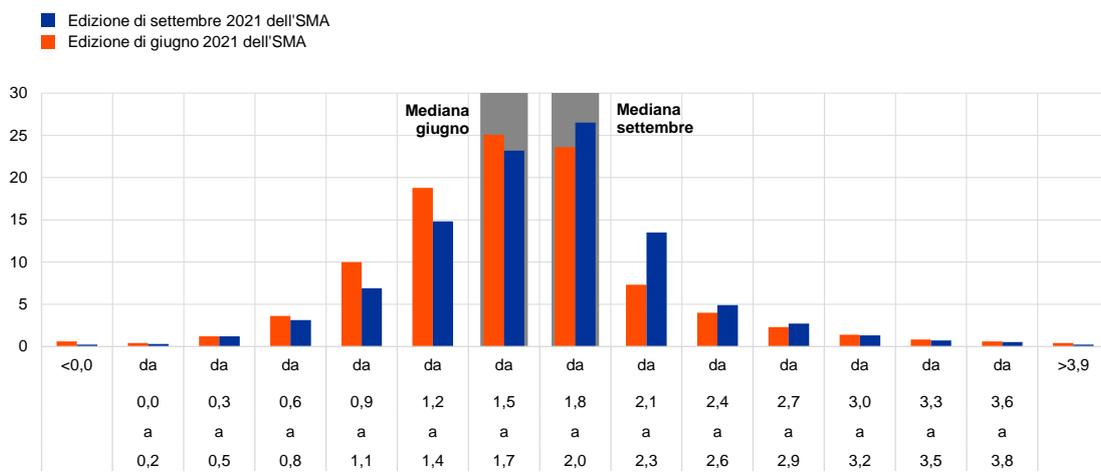
a) Miglioramento della comprensione della strategia grazie alla relativa dichiarazione

(percentuali degli intervistati)



b) Aspettative di inflazione a lungo termine (distribuzione di probabilità di tipo pooled)

(asse delle ascisse: valori percentuali in ragione d'anno; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: il pannello a) mostra la percentuale di intervistati dell'edizione di settembre 2021 dell'SMA che hanno risposto "sì" (porzione blu dell'istogramma) o "no" (porzione gialla dell'istogramma) alla domanda numero 0.1 "[La dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE] ha migliorato la vostra comprensione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE rendendolo più chiaro?" (colonna di sinistra) e alla domanda 0.2 "[La dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE] ha reso più chiara la funzione di reazione della politica monetaria della BCE?" (colonna di destra). Il numero di intervistati che hanno risposto a ciascuna domanda è stato pari a 24. Nel pannello b) le porzioni grigie degli istogrammi mostrano le mediane per giugno (dall'1,5 all'1,7 per cento) e settembre (dall'1,8 al 2,0 per cento). Il numero di intervistati è stato pari a 19 per l'edizione di settembre 2021 dell'SMA e a 20 per l'edizione di giugno 2021.

³² Un atteggiamento favorevole nei confronti della nuova strategia di politica monetaria emerge in maniera evidente anche dai risultati di un'edizione speciale dell'indagine SPF sulla nuova strategia di politica monetaria della BCE

L'edizione di settembre 2021 dell'indagine ha altresì evidenziato un notevole rialzo nelle aspettative di inflazione a lungo termine da parte degli intervistati³³. In confronto all'edizione di giugno, la mediana delle aspettative di inflazione a lungo termine tra gli intervistati è aumentata, dall'1,5-1,7 per cento in giugno all'1,8-2,0 per cento in settembre (cfr. il pannello b) del grafico A). Inoltre le aspettative degli intervistati hanno mostrato una distribuzione lievemente più simmetrica, come indicato dalla minore asimmetria rispetto alla distribuzione di giugno. La variazione è evidente anche nell'aumento della probabilità, dal 30 per cento in giugno al 40 in settembre, relativa all'inflazione a lungo termine dell'area dell'euro, che va dall'1,8 al 2,3 per cento (cfr. il pannello b) del grafico A).

Le nuove indicazioni prospettiche sui tassi di interesse

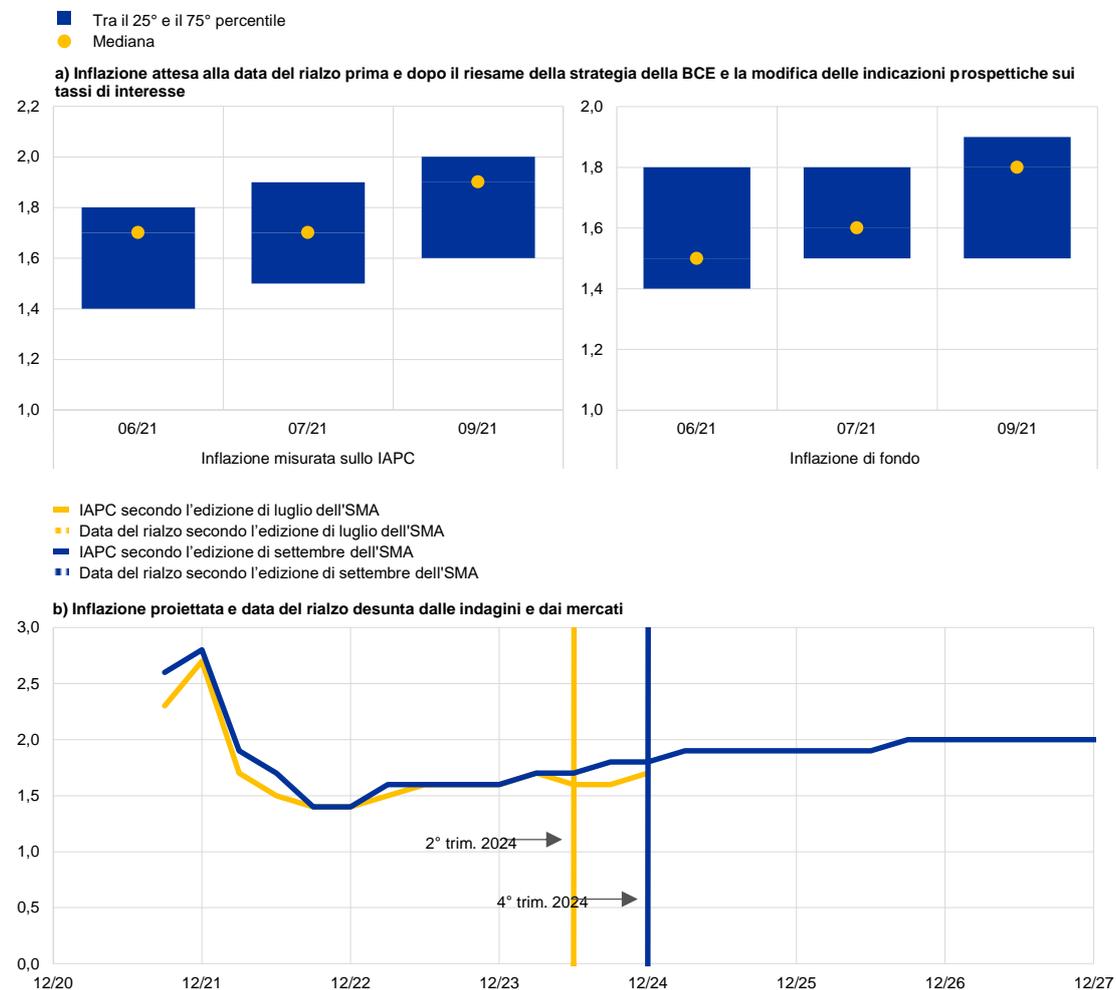
Oltre alla dichiarazione sulla strategia, l'andamento delle aspettative degli intervistati durante il periodo in esame ha rispecchiato anche l'aggiornamento delle indicazioni prospettiche relative ai tassi di interesse da parte del Consiglio direttivo. In primo luogo, nell'edizione di settembre dell'indagine la data mediana attesa per il primo aumento dei tassi di interesse di riferimento è stata posticipata di due trimestri, alla fine del 2024, rispetto alla metà dello stesso anno nell'edizione di luglio, condotta prima dell'annuncio delle nuove indicazioni prospettiche. In secondo luogo, gli intervistati hanno indicato di attendersi, alla data del rialzo, un'inflazione complessiva prevalente più elevata, all'1,85 per cento, dall'1,7 delle due edizioni precedenti, benché con una notevole dispersione tra le risposte (cfr. il pannello a) del grafico B). Inoltre, in base alle risposte a un quesito diretto incluso nell'edizione di settembre dell'SMA, la condizione "ben prima" è interpretata come circa sei trimestri prima della fine dell'orizzonte temporale di proiezione. Infine, in merito ai progressi "sufficientemente avanzati" conseguiti dall'inflazione di fondo, l'edizione di settembre dell'indagine evidenzia che l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è attesa a un livello pari all'1,8 per cento al momento del rialzo, che rappresenta un aumento rispetto alle aspettative emerse nelle edizioni di luglio (1,6 per cento) e giugno (1,5 per cento). Tale valutazione è confermata da una verifica incrociata con un quesito diretto sulla terza condizione prevista dalle indicazioni prospettiche sui tassi incluso nell'edizione di settembre dell'SMA: secondo gli intervistati, la condizione dei progressi "sufficientemente avanzati" verrebbe soddisfatta nel momento in cui l'inflazione di fondo dell'area dell'euro si collocasse a un livello pari all'1,8 per cento.

³³ La valutazione è incentrata sull'edizione di settembre dell'SMA, in quanto la scadenza dell'edizione di luglio era appena un giorno dopo l'annuncio della strategia e quindi lasciava poco tempo agli intervistati per elaborarne gli effetti. Inoltre l'edizione di settembre dell'SMA è la prima disponibile dopo l'annuncio delle modifiche alle indicazioni prospettiche e consente dunque una valutazione più ampia dell'impatto congiunto esercitato sulle aspettative degli intervistati per effetto delle modifiche apportate alla strategia e alle indicazioni prospettiche. Sebbene agli intervistati sia richiesto di indicare le proprie aspettative di inflazione a lungo termine relative a un determinato orizzonte temporale quando sono venuti meno gli effetti di tutte le turbative transitorie, non si può escludere che la dinamica dell'inflazione di breve periodo, che ha registrato un rafforzamento durante il periodo estivo, sia un fattore all'origine dell'aumento degli andamenti di lungo periodo.

Grafico B

Nuove indicazioni prospettiche sui tassi di interesse

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE, Bloomberg, elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) è basato sulla domanda 4.2: "Si prega di indicare la propria stima del valore più probabile (cioè la moda) dell' [inflazione] durante il trimestre del prossimo aumento dei tassi di interesse di riferimento". Il pannello b) mostra le risposte mediane alla domanda 1.1 (data attesa del prossimo aumento del tasso sui depositi presso la banca centrale) e alla domanda 4.1 (aspettative di inflazione misurata sullo IAPC) delle edizioni dell'SMA di luglio e settembre 2021. L'orizzonte di previsione per le variabili macroeconomiche arrivava fino alla fine del 2024 per l'edizione di luglio e fino alla fine del 2028 per l'edizione di settembre.

Le risposte degli operatori di mercato alle altre domande dell'SMA, quali le aspettative degli intervistati in merito all'andamento dei tassi di interesse di riferimento associate alle aspettative sulle prospettive di inflazione (cfr. il pannello b) del grafico B), consentono una verifica incrociata del soddisfacimento della condizione prevista nelle nuove indicazioni prospettiche sui tassi di interesse. Le aspettative mediane rilevate nell'edizione di settembre collocavano la data di rialzo dei tassi di interesse nel quarto trimestre del 2024 e l'inflazione misurata sullo IAPC al 2 per cento nel terzo trimestre del 2026. A partire dal quarto trimestre del 2024, cioè quando ci si aspetta che si verificherà il rialzo, l'orizzonte tipico di proiezione si estenderebbe di tre anni, fino alla fine del 2027. Di conseguenza, poiché si prevede che l'inflazione raggiunga il 2 per cento circa cinque trimestri prima della fine dell'orizzonte temporale di proiezione, si tenderebbe a interpretare la lunghezza

del periodo corrispondente alla definizione “ben prima” come pari a circa cinque trimestri, ampiamente in linea con la stima desunta dal citato quesito diretto³⁴.

Nel complesso, l'evoluzione delle risposte degli intervistati nelle edizioni dell'indagine di giugno, luglio e settembre offre elementi utili a capire come gli operatori di mercato percepiscono le variazioni apportate alla funzione di reazione della BCE a seguito del riesame della strategia. Nondimeno, è prevedibile che la comprensione della portata complessiva delle modifiche richieda tempo e che possa essere pienamente metabolizzata soltanto in un orizzonte temporale più lungo. Tale evoluzione sarebbe coerente con quanto recentemente osservato negli Stati Uniti, dove è stato necessario del tempo prima che la nuova strategia del Federal Reserve System e la conseguente riformulazione delle indicazioni prospettiche si riflettessero nelle aspettative di inflazione desunte dai mercati.

6 Osservazioni conclusive

Comprendere l'evoluzione delle aspettative di famiglie, imprese e mercati finanziari in merito agli andamenti macroeconomici e alla politica monetaria è fondamentale per il conseguimento, da parte delle banche centrali, dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Non è possibile misurare direttamente tali aspettative in modo onnicomprensivo e indicativo della realtà dei fatti. Cionondimeno, le indagini che raccolgono le previsioni sull'utilizzo atteso degli strumenti di politica monetaria e sulle prospettive macroeconomiche (insieme alle informazioni contenute nei prezzi delle attività) possono fornire indicazioni importanti a tale riguardo. L'indagine SMA condotta dalla BCE integra queste fonti di informazioni. In particolare, essa colma una lacuna di conoscenze relativa all'evoluzione congiunta degli andamenti macroeconomici e della politica monetaria. Fornisce inoltre informazioni utili a valutare la comprensione, da parte degli operatori dei mercati finanziari, della funzione di reazione della BCE. Nello specifico, l'indagine riguarda tutte le misure di politica monetaria della BCE e fornisce quindi informazioni importanti per monitorare l'efficacia delle decisioni di politica monetaria e delle indicazioni prospettiche della BCE e la credibilità dei suoi obiettivi di inflazione, misurata in base alle aspettative di inflazione a lungo termine.

³⁴ Nell'indagine SMA è ragionevole aspettarsi lievi differenze nella valutazione della condizione “ben prima”: esse sono attribuibili a diverse ragioni, come ad esempio il fatto che alla domanda diretta e alle altre domande relative alla data del rialzo e alle previsioni macroeconomiche abbiano risposto sottogruppi di intervistati differenti. Inoltre, l'interpretazione della condizione “ben prima” desunta dalle previsioni macroeconomiche si basa sulle aspettative degli intervistati relative agli andamenti dell'inflazione, mentre la durata oggetto della domanda diretta si riferisce più probabilmente all'interpretazione da parte degli intervistati delle proiezioni del Consiglio direttivo, in linea con le nuove indicazioni prospettiche.

1 Introduzione

In tutto il mondo le banche centrali hanno intensificato l'impegno a comunicare in maniera più efficace e a raggiungere un pubblico più vasto.

Con la maggiore indipendenza conseguita negli ultimi decenni, le banche centrali sono diventate più trasparenti e stanno incrementando gli sforzi volti a far comprendere il proprio messaggio¹. Inoltre, la più ampia gamma di strumenti utilizzati e gli ulteriori compiti a esse affidati a partire dalla crisi finanziaria mondiale hanno reso necessarie spiegazioni più complete circa il loro operato e le relative motivazioni. Con l'introduzione delle indicazioni prospettiche, in aggiunta, le banche centrali hanno fatto della comunicazione un elemento fondamentale del proprio strumentario di politica monetaria. Mentre in passato si rivolgevano prevalentemente a interlocutori specializzati, come gli operatori dei mercati finanziari, negli ultimi tempi hanno rafforzato l'impegno a comunicare con il grande pubblico non specializzato.

La comunicazione da parte delle banche centrali è importante per l'efficacia della politica monetaria perché può influenzare le aspettative di operatori di mercato, imprese e consumatori. Affinché le banche centrali possano influenzare efficacemente le aspettative di inflazione, il grande pubblico, qui definito come il pubblico generale non specializzato e le associazioni di categoria rappresentative, quali organizzazioni di datori di lavoro, sindacati, gruppi politici ecc., deve essere consapevole dei messaggi delle banche centrali e comprenderli. Al tempo stesso, suscitare l'attenzione delle persone e ridurre efficacemente la complessità della comunicazione da parte delle banche centrali è un compito difficile.

Di pari passo con i recenti sviluppi dell'attività di banca centrale, la BCE ha rivisto le proprie prassi in materia di comunicazione. Per tener conto dei significativi cambiamenti nel panorama della comunicazione e della chiara domanda da parte del grande pubblico di rendere più accessibile quella della BCE, quest'ultima ha deciso, per effetto del recente riesame della strategia, di modernizzare la comunicazione relativa alla politica monetaria facendo dell'"ascolto" una sua caratteristica costante².

¹ Cfr. Dincer, N. ed Eichengreen, B., "Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures", *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n. 1, 2014; Crowe, M. e Meade, E. E., "Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness", *IMF Working Paper*, 2008.

² I dati raccolti dal portale "La BCE ti ascolta" mostrano che gli intervistati ritengono che la BCE utilizzi in maniera eccessiva il gergo economico e che la sua comunicazione non sia sufficientemente accessibile. Gli intervistati hanno auspicato una comunicazione più chiara, diretta e moderna da parte dell'istituzione.

Il presente articolo esamina la comunicazione della BCE con il grande pubblico. Muove dalla premessa secondo cui la comunicazione è un processo che chiama in causa una “parte emittente”, ossia la banca centrale, e una “parte ricevente”, vale a dire interlocutori differenti che vanno dagli esperti al grande pubblico. Per garantire un adeguato funzionamento della comunicazione, bisogna comprendere pienamente il ruolo di entrambe le parti e del collegamento tra loro. Facendo luce su tale processo, l’articolo sviluppa l’analisi condotta nell’ambito del riesame della strategia della BCE, in particolare dal filone di ricerca sulle comunicazioni di politica monetaria (*Work stream on monetary policy communications*)³. Fornisce inoltre una prima valutazione dell’impegno finalizzato a modernizzare la comunicazione della BCE una volta concluso il riesame della strategia.

2 La “parte ricevente” della comunicazione della banca centrale

La BCE affronta varie sfide nell’ambito del suo impegno ad “arrivare” al grande pubblico. In primo luogo, in quanto banca centrale sovranazionale, si trova a svolgere un ruolo complesso, poiché si rivolge a interlocutori diversi in 19 Stati membri. I livelli di alfabetizzazione finanziaria, le aspettative di inflazione e la fiducia nella BCE variano sia fra i paesi dell’area dell’euro sia all’interno di ciascuno di essi. La comunicazione della Banca centrale europea deve tener conto di tale pluralità. In secondo luogo, la BCE, come altre banche centrali, deve superare la difficoltà causata dalla disattenzione delle persone ai suoi messaggi⁴. La complessità della comunicazione della banca centrale e bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria, tra gli altri fattori, possono far sì che diventi troppo “impegnativo” per le persone prestare attenzione a ciò che dicono le banche centrali⁵. Un’altra difficoltà è rappresentata dal fatto che la fiducia nella BCE, diminuita significativamente durante la crisi finanziaria mondiale, sta segnando solo una lenta ripresa verso i livelli precedenti. L’analisi delle determinanti della fiducia dell’opinione pubblica nella BCE può aiutarci a comprendere se e come l’istituzione possa rafforzare tale sentimento.

Una banca centrale, molti interlocutori diversi

Nel raggiungere il grande pubblico, la BCE deve tener conto della diversità di coloro che si trovano nella parte ricevente della comunicazione della banca centrale. In confronto con altre primarie banche centrali, la BCE si distingue in

³ Cfr. Assenmacher, K., Holton, S., Glöckler, G., Trautmann, P., Ioannou, D., Mee, S. et al., “[Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy in a changing world](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 274, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2021.

⁴ Cfr. Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Knotek II, E. S. e Schoenle, R., “[Average Inflation Targeting and Household Expectations](#)”, *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, n. 20-26, 2020.

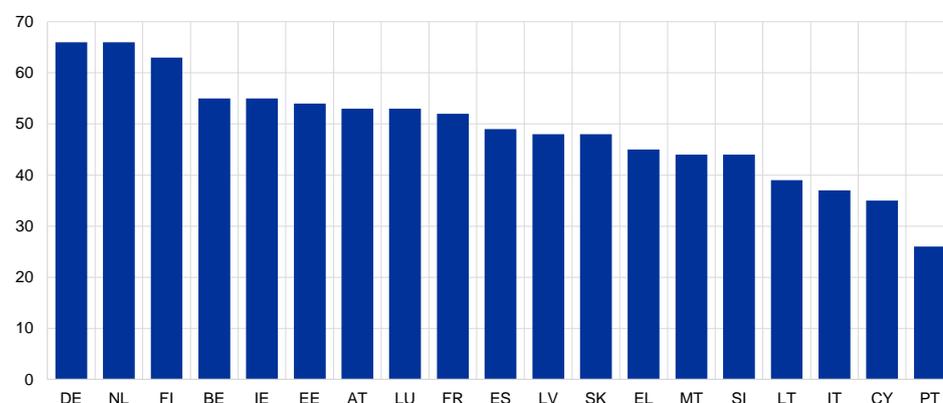
⁵ Cfr. ad esempio, Sims, C. A., “[Rational inattention and monetary economics](#)”, *Handbook of monetary economics*, 2010, pagg. 155-181; Binder, C., “[Fed speak on main street: Central bank communication and household expectations](#)”, *Journal of Macroeconomics*, vol. 52, 2017, pagg. 238-251.

termini di diversità linguistica dei suoi interlocutori. Comunica in 24 lingue con un pubblico composto da 340 milioni di cittadini, distribuito in 19 Stati membri. Oltre alla diversità linguistica, la comunicazione della BCE deve considerare anche i diversi livelli di alfabetizzazione finanziaria nei vari paesi (cfr. il grafico 1)⁶ e l'eterogeneità delle attese di inflazione fra il grande pubblico (cfr. il grafico 2). I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES) indicano che le aspettative di inflazione dei consumatori sono più elevate per le donne che per gli uomini, aumentano con l'età e diminuiscono con un alto livello reddituale e di alfabetizzazione finanziaria⁷.

Grafico 1

Alfabetizzazione finanziaria del pubblico per Stato membro dell'area dell'euro

(percentuale di intervistati)



Fonte: Klapper, L. e Lusardi, A. (2020).

Note: percentuale di intervistati che hanno risposto correttamente ad almeno tre delle cinque domande sull'alfabetizzazione finanziaria nell'indagine Global FinLit condotta da S&P. Le domande riguardavano la diversificazione del rischio, l'inflazione, le competenze matematiche e l'interesse composto. Gli autori hanno desunto i dati da una serie di cinque domande tratta dall'indagine Gallup World Poll. Nel corso del 2014 sono state intervistate più di 150.000 persone adulte, di età superiore ai 15 anni, rappresentative delle varie nazionalità e selezionate casualmente in oltre 140 paesi. Le indagini sono state condotte di persona nella maggior parte dei paesi emergenti e telefonicamente nei paesi ad alto reddito.

⁶ Cfr. Klapper, L. e Lusardi, A., "Financial literacy and financial resilience: Evidence from around the world", *Financial Management*, vol. 49, n. 3, 2020, pagg. 589-614.

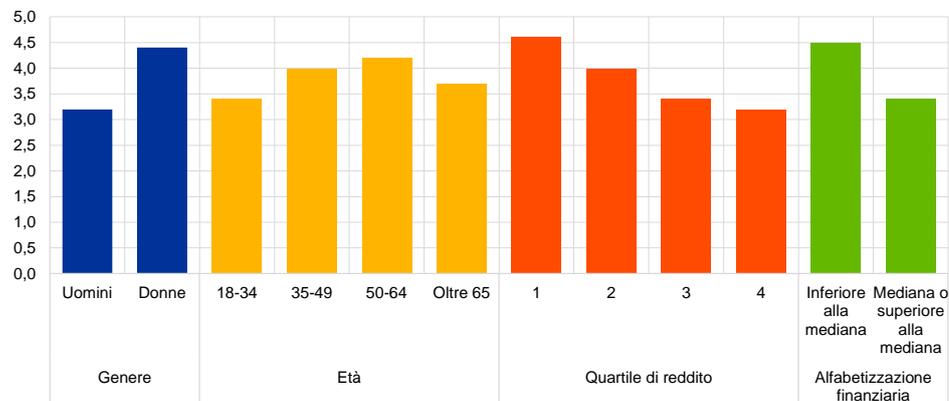
⁷ Cfr. Baumann, U., Darracq Paries, M., Westermann, T., Riggi, M. et al., "Inflation expectations and their role in forecasting", *Occasional Paper Series*, n. 264, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2021.

Grafico 2

Aspettative dei consumatori sull'inflazione nei diversi gruppi demografici

Tassi di inflazione attesi nei dodici mesi successivi in alcuni Stati membri dell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonte: indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES)

Note: medie calcolate tramite l'utilizzo di dati ponderati. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2020. Sono stati riuniti i dati di diverse edizioni dell'indagine. L'indagine CES raccoglie informazioni relative alle percezioni e alle aspettative delle famiglie dell'area dell'euro e ai loro comportamenti in materia di economia e finanza. L'indagine viene condotta online su base mensile. I partecipanti provenivano da sei paesi dell'area dell'euro: Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio. La dimensione del campione, durante la fase pilota, ha raggiunto i 10.000 intervistati.

Anche l'interesse del grande pubblico su tematiche relative alla BCE varia ampiamente, sebbene l'argomento di maggior interesse sia la politica monetaria.

Assumendo la copertura informativa da parte dei media come approssimazione delle preferenze e degli interessi del pubblico⁸, il grafico 3 mostra analogie nei vari paesi ma segnala anche notevoli differenze all'interno dell'area dell'euro⁹. Lo spazio dedicato dai media alla BCE si concentra per la gran parte sulla politica monetaria, ma si evidenziano differenze significative tra paesi a seconda dell'argomento. Ad esempio, in Italia e Spagna l'interesse riguardo al tema della vigilanza bancaria è molto più forte che in paesi come la Germania e i Paesi Bassi, mentre il dibattito sul mandato e sugli obblighi di responsabilità della BCE, ricompreso nella categoria "Governance", è più frequente in Germania e Francia rispetto agli altri paesi del campione.

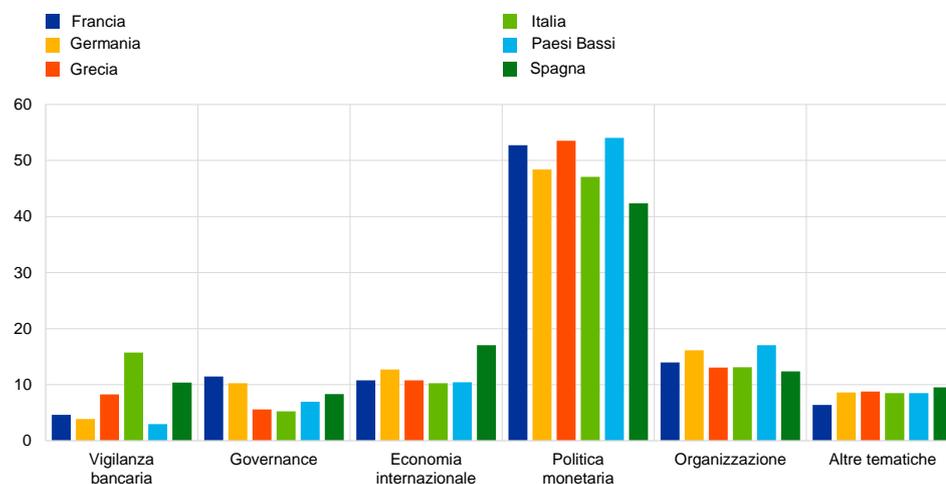
⁸ Cfr. Soroka, S. N., Stecula, D. e Wlezién, C., "It's (Change in) the (Future) Economy, Stupid: Economic Indicators, the Media and Public Opinion", *American Journal of Political Science*, vol. 59, n. 2, 2015, pagg. 457-474.

⁹ Il grafico 3 si concentra solo su alcuni Stati membri, ma l'analisi sottostante è riferita a tutti i 19 Stati membri dell'area dell'euro.

Grafico 3

Attenzione dei media alle tematiche riguardanti la BCE in alcuni Stati membri dell'area dell'euro

(percentuale della copertura informativa relativa alla BCE in ciascun paese)



Fonte: dati della BCE.

Note: il campione comprende gli articoli relativi alla BCE pubblicati dai principali mezzi di informazione dei paesi interessati nel periodo da gennaio 2019 a settembre 2021. La classificazione è stata effettuata manualmente da una società di consulenza esterna. Nella categoria "Governance" è rappresentata soprattutto la copertura informativa dedicata dai media al mandato e agli obblighi di responsabilità della BCE, mentre la categoria "Organizzazione" comprende quella riguardante gli organi direttivi della BCE e le tematiche concernenti gli organici.

Vi sono anche variazioni significative dell'importanza relativa dei canali attraverso cui il pubblico riceve le notizie riguardanti la BCE.

Dati ricavati dall'indagine Knowledge & Attitudes (K&A)¹⁰ a partire da maggio 2021 mostrano che la televisione (81 per cento) è la più diffusa fonte di informazioni sulla BCE (cfr. il grafico 4)¹¹. La stampa è la seconda fonte più utilizzata, seguita da stampa online, radio e informazioni ricevute nell'ambito della propria cerchia sociale. Relativamente poche persone ottengono informazioni riguardanti la BCE attraverso i social media. Il più diffuso di essi è Facebook (14 per cento), seguito da Twitter e LinkedIn. Al contempo, tali cifre celano differenze a livello di singolo paese, illustrate nel grafico 5.

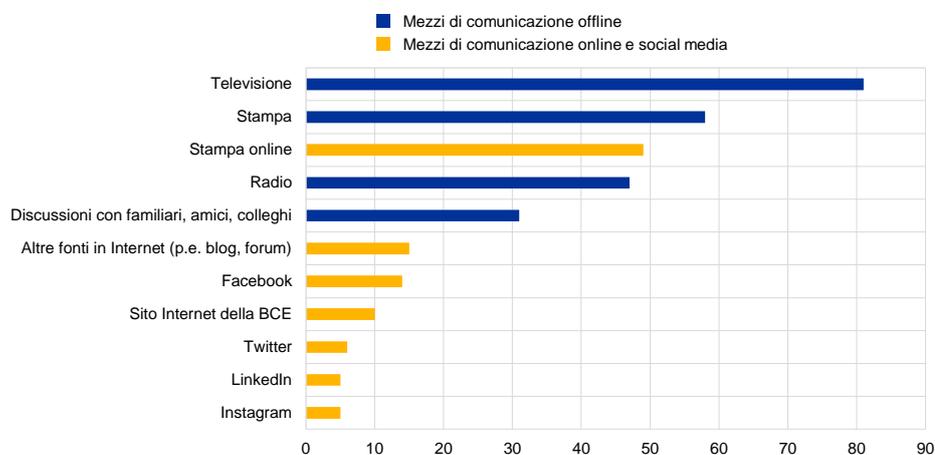
¹⁰ L'indagine Knowledge & Attitudes (K&A) della BCE, annuale e di tipo trasversale, viene condotta presso il pubblico nei 19 Stati membri dell'area dell'euro. L'edizione di maggio 2021 è stata effettuata tra il 5 e il 19 maggio su un campione di 15.500 intervistati (circa 1.000 in ogni Stato membro, a eccezione di Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta e Slovenia, dove il campione era di circa 500 intervistati). A differenza dell'indagine Eurobarometro, che è condotta dalla Commissione europea e raccoglie opinioni su vari temi, l'indagine K&A si incentra esclusivamente sulla conoscenza e sulla percezione della BCE.

¹¹ La televisione è la più diffusa fonte di informazione in tutti gli Stati membri, con l'unica eccezione del Lussemburgo, dove la stampa è stata indicata da una percentuale più elevata di intervistati.

Grafico 4

Fonti di informazioni sulla BCE nell'area dell'euro

(percentuale di intervistati)



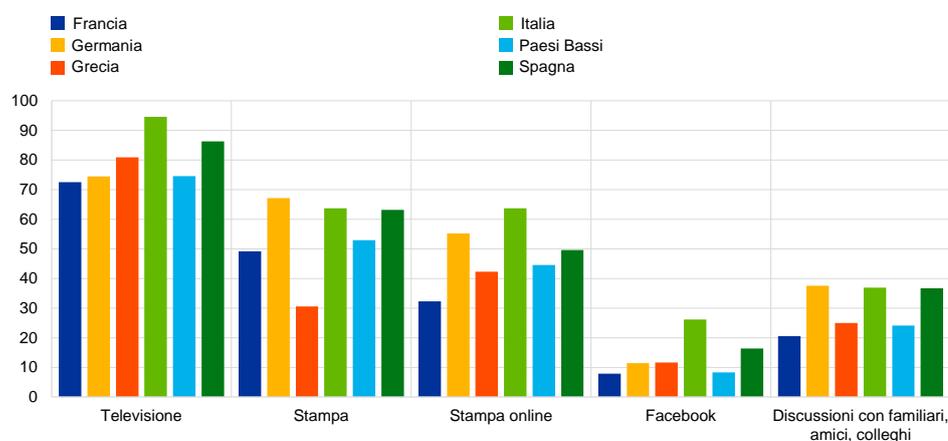
Fonte: indagine K&A condotta dalla BCE a maggio 2021.

Note: agli intervistati è stata posta la seguente domanda: "Dove ha sentito parlare della BCE?". Gli intervistati potevano scegliere di fornire una o più risposte.

Grafico 5

Fonti di informazioni sulla BCE in alcuni Stati membri dell'area dell'euro

(percentuale di intervistati)



Fonte: indagine K&A condotta dalla BCE a maggio 2021.

Note: agli intervistati è stata posta la seguente domanda: "Dove ha sentito parlare della BCE?". Il grafico mostra la percentuale di intervistati che hanno indicato una determinata fonte a livello nazionale per alcuni paesi. Gli intervistati potevano scegliere di fornire una o più risposte.

Nel contesto delineato, l'impegno a calibrare la comunicazione in base a bisogni e interessi specifici, dibattiti locali e abitudini di utilizzo dei mezzi di informazione può consentire alla BCE di far arrivare i propri messaggi a interlocutori differenti in modo più efficace. Ad esempio, i risultati delle analisi evidenziano che la BCE, nel progettare la propria attività di comunicazione, deve tener conto di differenti aspettative di inflazione e di diversi livelli di alfabetizzazione

finanziaria. Al contempo, la natura stessa della comunicazione da parte della banca centrale richiede la coerenza dei messaggi veicolati¹².

Tenere conto del divario: consapevolezza, interesse e conoscenza

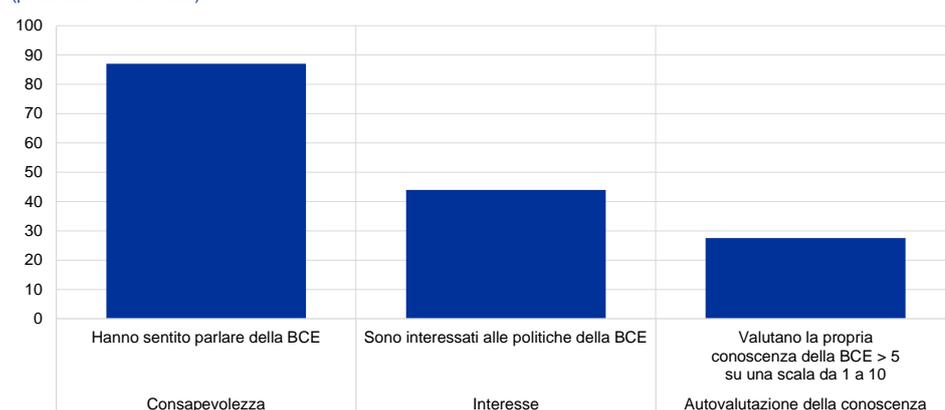
La comunicazione dovrebbe essere progettata intorno a dati affidabili sul modo in cui le persone percepiscono la BCE. Sono consapevoli dell'esistenza della BCE? Ne conoscono i compiti e gli obiettivi? Per loro hanno importanza? Sono interessate ad acquisire maggiori informazioni sulla BCE?

I dati evidenziano un divario tra la consapevolezza dell'esistenza della BCE da parte dei cittadini dell'area dell'euro da un lato e, dall'altro, il loro interesse verso l'istituzione e la loro conoscenza della stessa. Come mostra il grafico 6, mentre la consapevolezza è elevata, l'interesse e la conoscenza sono relativamente bassi. Secondo i dati dell'indagine K&A di maggio 2021, l'87 per cento degli intervistati ha sentito parlare della BCE. Tuttavia, la maggioranza dei cittadini (55 per cento) non è interessata alla BCE e alle sue politiche e, di questi, il 27 per cento non è interessato affatto. Solo l'11 per cento degli intervistati ha dichiarato di avere un considerevole interesse al riguardo. Analogamente, l'autovalutazione degli intervistati circa la loro conoscenza dei compiti e degli obiettivi della BCE è bassa: su una scala da 1 a 10, in media gli intervistati stimano la propria conoscenza a 4,1. Soltanto il 3 per cento valuta la propria conoscenza come molto buona (da 9 a 10), mentre il 31 per cento la considera molto scarsa (da 1 a 2).

Grafico 6

Consapevolezza, interesse e conoscenza relativi alla BCE

(percentuale di intervistati)



Fonte: indagine K&A condotta dalla BCE a maggio 2021.

Note: agli intervistati sono state poste le seguenti domande: "Ha sentito parlare della Banca centrale europea?" (Risposte possibili: "Sì", "No", "Non so"), "Quanto è interessato alle informazioni riguardanti la Banca centrale europea e le sue politiche?" (Risposte possibili: "Molto interessato", "Abbastanza interessato", "Non molto interessato", "Non interessato affatto", "Non so") e "Su una scala da 1 a 10, in cui 1 significa nessuna conoscenza e 10 significa una conoscenza molto approfondita, come valuterrebbe la sua conoscenza delle politiche della Banca centrale europea?" (Tra le risposte possibili c'è anche "Non so"). Per quanto riguarda la domanda sulla consapevolezza, il grafico mostra la percentuale delle risposte "Sì". Per quanto concerne la domanda sull'interesse, il grafico mostra la percentuale delle risposte "Molto interessato" e "Abbastanza interessato". Per quanto riguarda la domanda sull'autovalutazione, il grafico mostra la percentuale delle risposte nell'intervallo da 6 a 10.

¹² Cfr. anche Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kumar, S. e Pedemonte, M., "Inflation expectations as a policy tool?", *Journal of International Economics*, vol. 124, 2020.

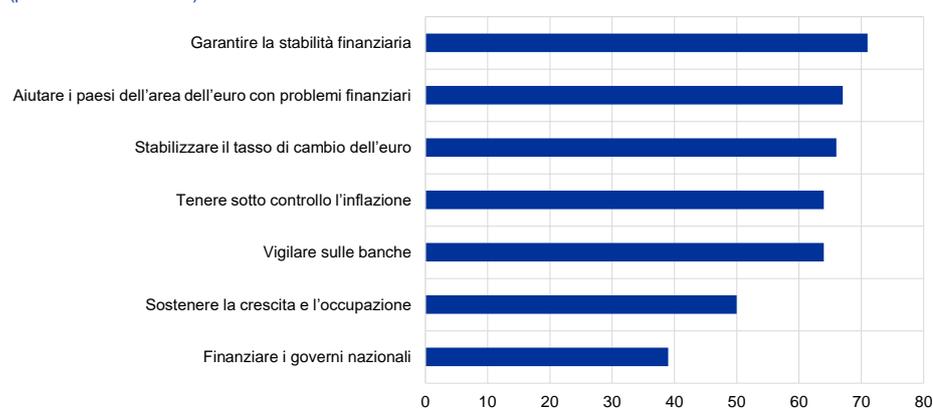
La confusione circa i compiti della BCE sembra essere diffusa.

I dati dell'indagine K&A indicano che quando gli intervistati selezionano le risposte da un possibile elenco di compiti e obiettivi della BCE, spesso la loro scelta ricade su argomenti che esulano dal mandato dell'istituzione (cfr. il grafico 7). Mentre il 64 per cento afferma che la BCE dovrebbe “tenere sotto controllo l’inflazione”, il 66 per cento ritiene anche che sia suo compito “stabilizzare il tasso di cambio”, mentre il 39 per cento sostiene che l’attività svolta dalla BCE sia “finanziare i governi nazionali”.

Grafico 7

Percezione dei compiti e degli obiettivi della BCE

(percentuale di intervistati)



Fonte: indagine K&A condotta a maggio 2021.

Nota: agli intervistati è stata posta la seguente domanda: “In base alle sue conoscenze, quali fra i seguenti sono compiti o obiettivi della BCE?”.

Questi dati sottolineano la necessità da parte della BCE di colmare il divario tra gli elevati livelli di consapevolezza e i più bassi livelli di interesse e conoscenza. Secondo alcune ricerche, le possibili soluzioni per superare la mancanza di attenzione sono di rendere la comunicazione della BCE non solo più semplice ma anche più coinvolgente¹³. Una comunicazione della banca centrale che sia, al contempo, comprensibile ed efficace nel suscitare interesse e che accresca la conoscenza del grande pubblico è importante per ciò che concerne gli obblighi di responsabilità e la fiducia¹⁴.

La prossimità alle diverse tipologie di pubblico nell’area dell’euro è uno strumento importante per adeguare la comunicazione ai destinatari locali e renderla più efficace. In tale contesto, le banche centrali nazionali svolgono un ruolo fondamentale per avvicinare e coinvolgere, in tutta l’area dell’euro, i diversi tipi di pubblico presenti all’interno dei rispettivi paesi, nonché per contribuire a spiegare le decisioni della BCE e le motivazioni che ne sono alla base. Esse possono comunicare con le persone nella lingua nazionale e, dal lato dell’informazione, potrebbero essere avvantaggiate per quanto riguarda gli argomenti che interessano i cittadini dei diversi paesi e i canali più adatti per tenerli informati. L’efficacia e il buon

¹³ Cfr. Brouwer, N. e de Haan, J., “Central bank communication with the general public: effective or not?”, *SUERF Policy Brief*, marzo 2021.

¹⁴ Cfr. Haldane, A., Macaulay, A. e McMahon, M., “The 3 E’s of central bank communication with the public”, *Bank of England Staff Working Paper*, n. 847, 2020.

esito della comunicazione con il grande pubblico sono pertanto obiettivi il cui raggiungimento richiede la collaborazione dell'intero Eurosistema.

La fiducia del pubblico nella BCE

La fiducia del pubblico nella BCE è un prerequisito essenziale affinché quest'ultima possa adempiere il suo mandato di mantenere la stabilità dei prezzi. Diversi studi hanno analizzato come la fiducia nella banca centrale possa influenzare il modo in cui le persone costruiscono le proprie aspettative di inflazione¹⁵. Mentre una maggiore fiducia nella BCE può meglio ancorare le attese di inflazione del pubblico intorno all'obiettivo della banca centrale¹⁶, bassi livelli di fiducia nella BCE potrebbero contribuire ad allontanare le aspettative di inflazione dall'obiettivo della stabilità dei prezzi fissato dalla banca centrale e ciò potrebbe compromettere la capacità della BCE di adempiere il suo mandato¹⁷. La fiducia in un'istituzione come la BCE presenta molte diverse sfaccettature e determinanti e i processi volti a costruire la fiducia sono multidimensionali. Alcuni di tali aspetti possono essere influenzati dalla BCE stessa, mentre altri esulano dal suo controllo.

Cosa determina la fiducia

Un primo e decisivo fattore che determina la fiducia nella BCE, e che almeno in parte è sotto il suo controllo, riguarda la percezione dei suoi risultati e dei suoi dirigenti da parte dei cittadini. I recenti dati dell'indagine K&A mostrano che vi è una solida associazione tra le percezioni specifiche riguardanti la BCE e la fiducia in essa (cfr. il grafico 8). Emergono due aspetti rilevanti della fiducia nella BCE¹⁸. Una dimensione riguarda la sua competenza – la BCE è in grado di assolvere con successo il proprio mandato ed è credibile? – ed è più strettamente legata alla fiducia¹⁹. Tuttavia vi è anche una dimensione etica: la BCE si preoccupa dei suoi cittadini e agisce in modo responsabile?

¹⁵ Cfr., tra gli altri, Easaw, J., Golinelli, R. e Malgarini, M., "What determines households inflation expectations? Theory and evidence from a household survey", *European Economic Review*, vol. 61, 2013, pagg. 1-13; Mellina, S. e Schmidt, T., "The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, 2018.

¹⁶ Cfr. Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. e Van Rooij, M., "Trust in the Central Bank and Inflation Expectations", *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 6, dicembre 2020.

¹⁷ Cfr. Ehrmann, M., Soudan, M. e Stracca, L., "Explaining European Union citizens' trust in the European Central Bank in normal and crisis times", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, n. 3, 2013, pagg. 781-807.

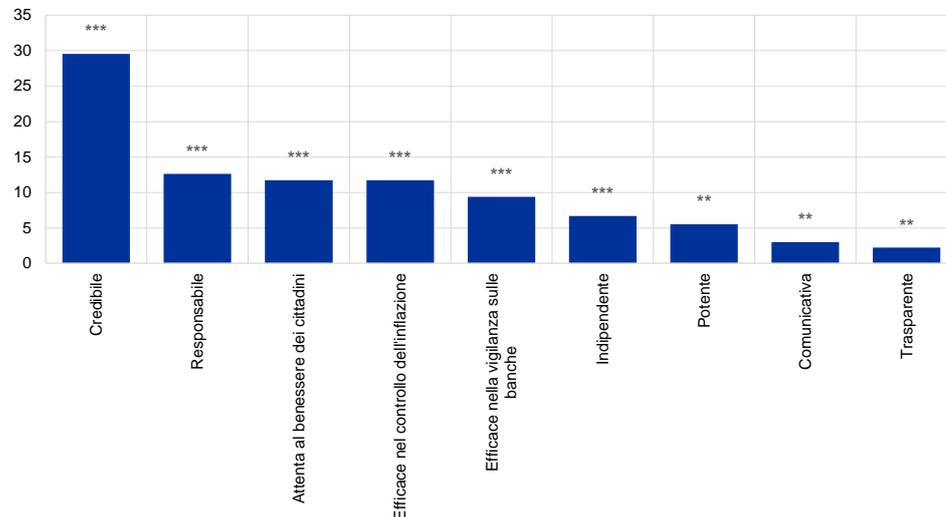
¹⁸ Cfr. Murtin, F., et al., "Trust and its determinants: Evidence from the Trustlab experiment", *OECD Statistics Working Paper*, 2018.

¹⁹ Cfr. Angino, S. e Secola, S., *Pillars of Trust: What determines trust in the ECB?*, mimeo, 2019.

Grafico 8

Solidità dell'associazione tra la fiducia nella BCE e le percezioni riguardanti l'istituzione

(coefficienti beta standardizzati)



Fonte: Angino e Secola (2019).

Note: il grafico mostra le variabili di percezione più strettamente associate alla fiducia nella BCE in una stima di regressione con minimi quadrati ordinari che tiene conto di caratteristiche individuali quali i dati sociodemografici, la conoscenza fattuale della BCE e quella frutto di autovalutazione, nonché gli effetti fissi per paese e quelli temporali. Sono stati utilizzati i dati dell'indagine K&A della BCE. Le variabili di percezione sono variabili binarie derivate da due gruppi di quesiti: "Per favore indichi, per ognuno dei seguenti aggettivi, se corrisponde molto bene, piuttosto bene, piuttosto male o molto male all'idea che può avere della BCE" e "Leggerò una serie di dichiarazioni. Per favore, indichi se concorda pienamente, se tende a essere d'accordo, se tende a non essere d'accordo o se è in completo disaccordo con ciascuna di esse". Gli effetti stimati contrassegnati da *** sono statisticamente significativi al livello di significatività pari allo 0,01 per cento, quelli contrassegnati da ** all'1 per cento. Si utilizzano errori standard robusti raggruppati a livello di paese.

Per promuovere la fiducia, la BCE non solo deve essere efficace nell'attuazione delle proprie politiche, ma deve anche dimostrare in che modo le sue misure sono, in ultima analisi, al servizio dei cittadini europei.

Riuscire ad assicurare la stabilità dei prezzi è essenziale per costruire la fiducia dell'opinione pubblica. Tuttavia, se nelle sue comunicazioni si concentra strettamente sui risultati delle proprie politiche, la BCE può trascurare aspetti importanti della percezione che di essa hanno i cittadini. Definire la comunicazione anche a partire dal modo in cui una politica responsabile condotta dalla BCE favorisce effettivamente il benessere delle persone, ovvero contribuisce positivamente alle vite dei singoli cittadini, può cogliere queste ulteriori dimensioni e promuovere una maggiore fiducia.

Oltre a ciò, la fiducia nella BCE è anche determinata, forse in modo ancor più decisivo, da un'ampia gamma di fattori economici e non economici.

Vari studi mettono in relazione la fiducia nelle istituzioni pubbliche con le condizioni economiche. Per quanto riguarda la BCE, le ricerche mostrano che l'opinione pubblica spesso considera la Banca centrale europea responsabile di condizioni macroeconomiche quali la disoccupazione e la stagnazione, oppure della gestione delle crisi da parte delle istituzioni dell'UE²⁰. Oltre alla rilevanza dello stato dell'economia percepito, la fiducia nella BCE dipende dalla soddisfazione dei

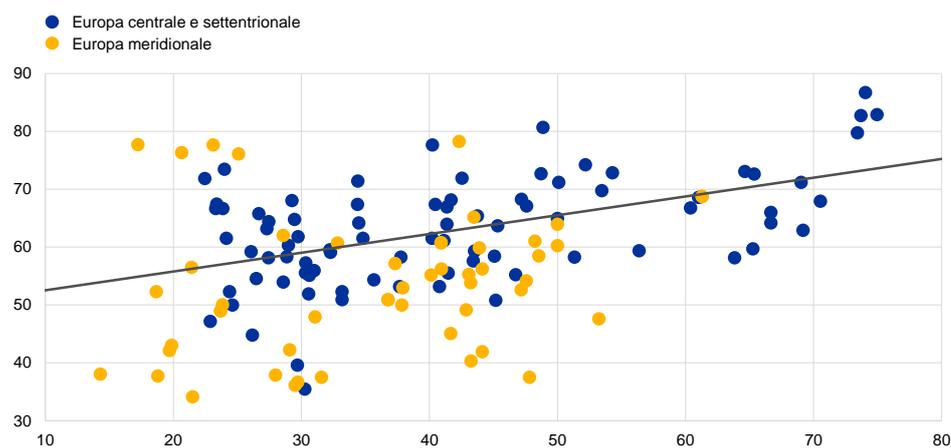
²⁰ Cfr. Roth, F. e Jonung, L., "Public support for the euro and trust in the ECB. The Economics of Monetary Unions: Past Experiences and the Eurozone", *VoxEU*, dicembre 2019.

cittadini nei confronti dei risultati dell'UE nel suo complesso che, ancora una volta, differisce da paese a paese²¹. In tal senso, nella migliore delle ipotesi, questi fattori sono indirettamente collegati alla BCE e ai suoi risultati, se non del tutto esogeni.

Tra le determinanti non economiche della fiducia, vi sono evidenze dell'importanza anche di fattori culturali e sociologici. Il grafico 9 mostra il legame tra caratteristiche culturali, misurate dalla fiducia sociale (ovvero, in termini generali, "fiducia nelle persone"²²) a livello regionale nell'area dell'euro, e fiducia nella BCE. Gli individui che vivono in aree con livelli più bassi di fiducia sociale mostrano sistematicamente meno fiducia nella BCE e l'analisi sottostante sostiene un'interpretazione causale²³. Evidentemente, tali fattori culturali e sociologici sono componenti a lenta evoluzione e il margine a disposizione della BCE per esercitare un'influenza su di essi è limitato²⁴.

Grafico 9 Rapporto tra fiducia nella BCE e fiducia sociale

(asse delle ascisse: quota regionale degli intervistati che hanno affermato che, in generale, ci si può fidare delle altre persone; asse delle ordinate: quota regionale degli intervistati che dichiarano di avere fiducia nella BCE)



Fonte: Angino et al. (2021).

Note: il grafico mostra la quota di intervistati nell'ambito dell'indagine sociale europea (European Social Survey, ESS) che afferma di potersi fidare della maggior parte delle persone e la quota di intervistati nell'ambito dell'indagine K&A che dichiarano di avere fiducia nella BCE. Per misurare la fiducia sociale si utilizzano i dati dell'ESS raccolti tra il 2002 e il 2016. Per misurare la fiducia nella BCE sono stati utilizzati i dati dell'indagine K&A raccolti nei 19 paesi dell'area dell'euro negli anni 2016, 2017 e 2018.

²¹ Cfr. Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J. F. e Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n. 8, gennaio 2020, pagg. 1178-1194. Gli autori misurano le valutazioni dei risultati dell'UE in base ai giudizi degli intervistati rispetto all'ipotesi che le cose stiano "andando nel verso giusto nell'UE", nonché alle loro valutazioni sulla performance dell'UE durante la crisi.

²² Nell'ambito dell'indagine sociale europea (European Social Survey, ESS) è stata utilizzato il seguente quesito: "In generale, affermerebbe che la maggior parte delle persone è affidabile o che non si è mai abbastanza cauti quando si ha a che fare con gli altri?". Ai partecipanti è stata fornita una scala da 0 a 10; cfr. inoltre Pew Research Center, *Americans and Social Trust: Who, Where and Why*, relazione del 22 febbraio 2017.

²³ Cfr. Angino, S., Ferrara, F. e Secola, S., "The cultural origins of institutional trust: the case of the ECB", *European Union Politics*, 2021.

²⁴ Lo stesso vale per fattori sociodemografici quali il genere, l'età e l'istruzione; cfr. Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J-F., Persson, E. e Schölermann, H., *Atteggiamento dei cittadini nei confronti della BCE, dell'euro e dell'Unione economica e monetaria* nel numero 4/2020 di questo Bollettino (BCE, Francoforte sul Meno).

Come costruire la fiducia

Data l'importanza della fiducia per le banche centrali, è essenziale avere una comprensione più approfondita delle modalità di costruzione e mantenimento della fiducia del pubblico. In tale contesto, importanti cambiamenti sociali legati alla costruzione e alla perdita di fiducia sono di grande importanza per la BCE²⁵. Tuttavia un'ampia letteratura conferma che, comunicando in modo accessibile²⁶ e coinvolgendo i cittadini²⁷, le banche centrali possono costruire conoscenza, accrescere la comprensione e, in ultima istanza, incidere sulla fiducia che le persone ripongono in essa. Si possono distinguere due meccanismi fondamentali: “fiducia ragionata”, che si fonda su una migliore comprensione quale trampolino verso una maggiore fiducia; e “fiducia istintiva”, che si fonda più su emozioni ed esperienze personali e genera fiducia nell'istituzione anche in assenza di una chiara comprensione del suo ruolo o della sua politica²⁸.

Un esperimento di rilevazione condotto con dati dell'indagine K&A mette in luce le differenze tra i livelli di fiducia ragionata e fiducia istintiva nei confronti della BCE. Nell'esperimento di rilevazione (cfr. il grafico 10), è stato chiesto agli intervistati di rispondere alla domanda “Tende ad avere fiducia o a non avere fiducia nella BCE?” in modo casuale all'inizio, a metà o alla fine del questionario. La randomizzazione ha consentito di verificare se una riflessione più approfondita sulla BCE (“fiducia ragionata”), promuove maggiore o minore fiducia nell'istituzione rispetto a un giudizio immediato (“fiducia istintiva”).

Per la BCE è importante non affidarsi esclusivamente alla fiducia istintiva, ma anche rafforzare i livelli di fiducia ragionata. L'esperimento di rilevazione mostra che la fiducia istintiva è fragile, soprattutto per alcuni gruppi sociodemografici. Quando gli intervistati hanno avuto l'opportunità di riflettere sulla BCE, il livello di fiducia è diminuito per alcuni di essi. Soprattutto le donne tendono ad avere meno fiducia nella BCE, in particolare coloro che dichiarano di sapere poco dell'istituzione. Tali risultati suggeriscono che, affinché i livelli di fiducia rimangano stabili anche in periodi di crisi, la BCE dovrebbe provare ad aumentare i livelli della fiducia ragionata. Uno dei modi per farlo potrebbe essere contribuire al miglioramento della conoscenza fattuale e di quella autovalutativa dei compiti e degli obiettivi della BCE da parte dei cittadini.

²⁵ Cfr. Haldane, A., “[A Little More Conversation. A Little Less Action](#)”, intervento alla *Macroeconomics and Monetary Policy Conference* tenutasi alla Federal Reserve Bank di San Francisco a marzo 2017, e Botsman, R., *Who can you trust? How Technology brought us together and why it could drive us apart*, Penguin, 2017.

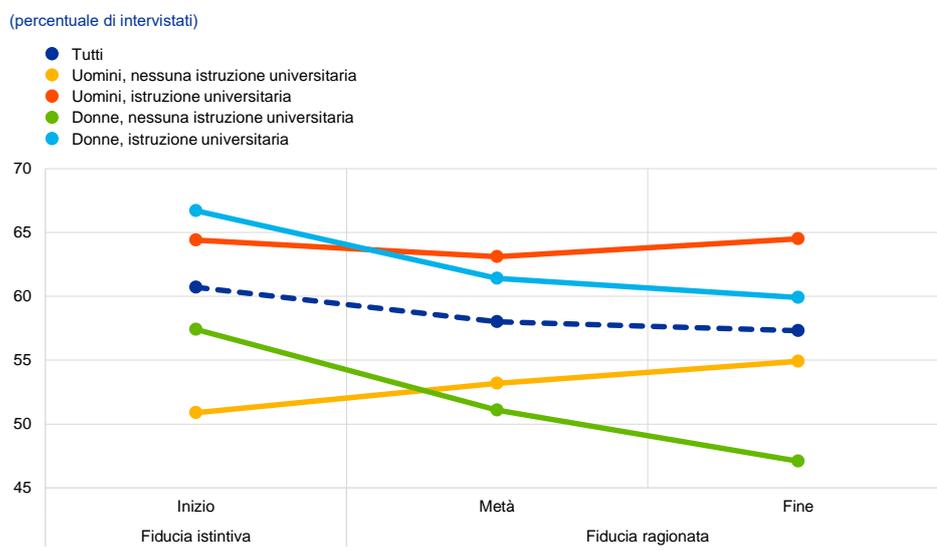
²⁶ Cfr. Bholat, D., Broughton, N., Ter Meer, J. e Walczak, E., “[Enhancing central bank communications using simple and relatable information](#)”, *Journal of Monetary Economics*, 2019, pagg. 1-15.

²⁷ Cfr. Haldane, A., Macaulay, A. e McMahon, M., “[The 3 E's of central bank communication with the public](#)”, *Bank of England Staff Working Paper*, 2020.

²⁸ Cfr. Angino, S. e Secola, S., *Instinctive trust versus reflective trust in the European Central Bank*, mimeo, 2021.

Grafico 10

Evoluzione della fiducia netta nella BCE per genere e livello di istruzione



Fonte: Angino e Secola (2021).

Note: l'esperimento di rilevazione si avvale di due edizioni consecutive dell'indagine K&A. Nell'esperimento di rilevazione è stato chiesto agli intervistati di rispondere alla domanda "Tende ad avere fiducia o a non avere fiducia nella BCE?" in modo casuale all'inizio, a metà o alla fine del questionario. La fiducia netta è calcolata come la quota di coloro che hanno risposto "Tendo ad avere fiducia" divisa per la somma di coloro che hanno risposto "Tendo ad avere fiducia" o "Tendo a non avere fiducia" (ovvero sono escluse le risposte "Non so"). I livelli di fiducia espressi all'inizio del questionario sono quelli definiti come "fiducia istintiva". I livelli di fiducia rilevati a metà e alla fine del questionario sono quelli definiti come "fiducia ragionata".

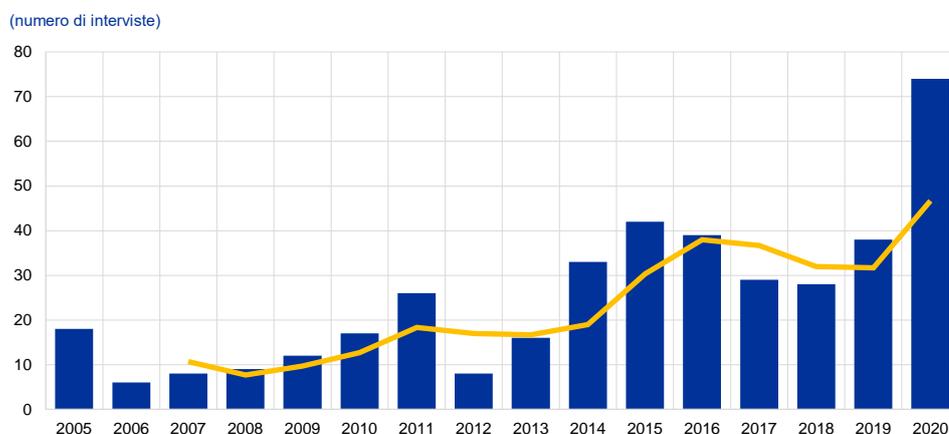
3 Analizzare la "trasmissione" della comunicazione di banca centrale

Evoluzione dell'attività di comunicazione della BCE

Per le banche centrali, la comunicazione attraverso conferenze stampa, discorsi e interviste costituisce uno strumento consolidato per raggiungere sia gli esperti sia un pubblico interessato e altamente istruito. Il ricorso a queste tipologie di comunicazione è considerevolmente aumentato, di pari passo con la crescita dell'importanza della comunicazione per la politica della banca centrale e per la sua efficacia. Ad esempio, il grafico 11 mostra l'aumento, nel corso del tempo, del numero di interviste rilasciate dai membri del Comitato esecutivo della BCE. L'aumento riflette principalmente gli sforzi compiuti dalla banca centrale per spiegare politiche sempre più complesse durante i periodi di crisi e per ridurre l'incertezza. Durante la pandemia, le interviste ai mezzi di informazione, sia finanziari sia di interesse generale, hanno fornito una piattaforma adeguata per condividere i messaggi della BCE.

Grafico 11

Numero di interviste rilasciate dalla BCE nel corso del tempo



Fonte: sito Internet della BCE.

Note: numero di interviste rilasciate dai membri del Comitato esecutivo pubblicate sul sito Internet della BCE. È sovrapposta la media mobile a tre anni. Sul sito Internet della BCE non sono pubblicate interviste anteriori al 2005.

La sola quantità, tuttavia, non garantisce una maggiore copertura informativa da parte dei mezzi di comunicazione e, per estensione, una maggiore probabilità di “arrivare” al grande pubblico. Per accrescere la propria voce sui mezzi di informazione tradizionali e sui social media, la BCE deve concentrarsi sulla comunicazione di messaggi più semplici²⁹. Se da un lato rafforzare la comunicazione, soprattutto nei periodi di crisi, è importante per assicurare la responsabilità e la legittimità della banca centrale, dall'altro la chiarezza dei messaggi da essa veicolati è importante per l'ampiezza della platea raggiunta. Il grafico 12 mostra che una comunicazione chiara nei discorsi della BCE è un significativo e solido elemento anticipatore del coinvolgimento dei mezzi di informazione. Ciò vale anche per la comunicazione della BCE su Twitter e attraverso le sue conferenze stampa³⁰.

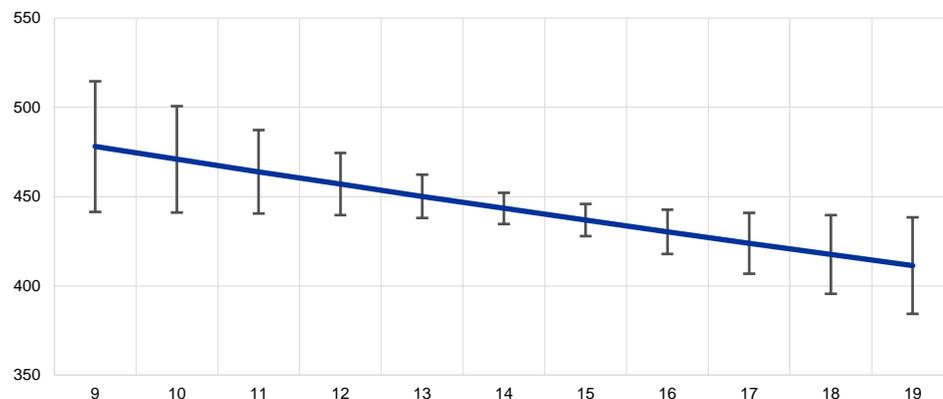
²⁹ È importante non considerare i mezzi di informazione online e offline come incompatibili. La comunicazione della BCE tramite televisione o carta stampata può stimolare il dibattito sui social media.

³⁰ Cfr. Ferrara, F. e Angino, S., “Does Clarity Make Central Banks More Engaging? Lessons from ECB Communications”, *European Journal of Political Economy*, 2021.

Grafico 12

Chiarezza dei discorsi della BCE e coinvolgimento dei mezzi di informazione

(asse delle ascisse: indice Flesch-Kincaid Grade Level dei discorsi della BCE; asse delle ordinate: numero di articoli riguardanti la BCE nel giorno del discorso e nel giorno successivo)



Fonte: Ferrara e Angino (2021).

Note: i dati si riferiscono al periodo tra il 1999 e il 2019. La chiarezza della comunicazione (asse delle ascisse) è misurata utilizzando l'indice Flesch-Kincaid Grade Level, che indica quanti anni di istruzione sono necessari per comprendere il testo sulla base della lunghezza di frasi e parole in esso contenute. Il coinvolgimento dei mezzi di informazione (asse delle ordinate) è misurato dal numero di articoli sulla BCE estratti dall'archivio digitale di Dow Jones Factiva. Le previsioni si basano su una regressione che tiene conto, tra le altre cose, della distribuzione degli argomenti trattati nel discorso, del fatto che sia il Presidente della BCE a parlare, del fatto che l'oratore faccia parte del Comitato esecutivo o del Consiglio di vigilanza, nonché degli effetti fissi temporali.

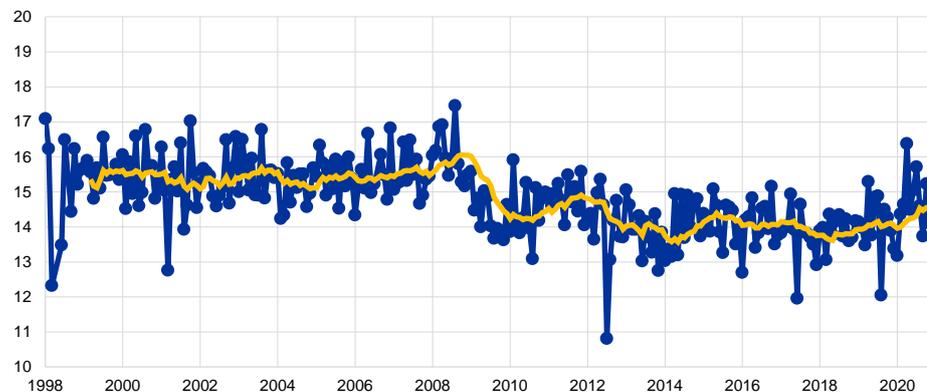
Sebbene la leggibilità dei discorsi della BCE sia migliorata nel tempo, la sfida di trasmettere messaggi in modo semplice ma non semplicistico resta difficile, soprattutto nei periodi di crisi. Il grafico 13 mostra che la leggibilità dei discorsi della BCE è generalmente migliorata a partire dall'introduzione dell'euro, soprattutto dopo la crisi finanziaria mondiale. Al tempo stesso, la pandemia e la risposta fornita dalle politiche hanno portato a pacchetti di misure più complessi e articolati, il che si riflette anche nella complessità dei discorsi, come mostra l'aumento del punteggio di leggibilità nel corso dell'anno 2020. La sfida per il futuro, per quanto riguarda la complessità delle attività di comunicazione, consisterà nel tornare a tendere verso valori più bassi, come nel periodo precedente la pandemia.

Grafico 13

Leggibilità dei discorsi della BCE nel corso del tempo

Media mensile dell'indice Flesch-Kincaid Grade Level da giugno 1998 a dicembre 2020

(Flesch-Kincaid Grade Level)



Fonti: dati della BCE, elaborazioni degli esperti.

Note: la difficoltà del linguaggio è misurata utilizzando l'indice Flesch-Kincaid Grade Level, che indica quanti anni di istruzione sono necessari per comprendere il testo, in base alla lunghezza di frasi e parole in esso contenute. È stata sovrapposta una media mobile a dodici mesi.

La BCE ha adeguato la propria strategia comunicativa alle “nuove” piattaforme e tecnologie di comunicazione. I cittadini, soprattutto i più giovani, accedono alle notizie sulle piattaforme online in misura sempre crescente³¹. Pertanto la BCE ha ampliato le proprie attività sulle piattaforme dei social media. Essa è ora presente su Twitter, LinkedIn, Instagram e YouTube, e seguita, nel complesso, da oltre un milione di persone³². Sebbene questo numero possa essere considerato ancora modesto, data la dimensione della platea di interlocutori della BCE, i canali dei suoi social media si sono già dimostrati delle importanti piattaforme per raggiungere il grande pubblico, come illustrato di seguito nel riquadro 1.

Riquadro 1

Conversazioni riguardanti la BCE sui social media: un'analisi del traffico di Twitter

a cura di Michael Ehrmann

Le politiche della BCE sono discusse attivamente sui social media. La stessa BCE svolge un ruolo attivo, pubblicando materiali sui propri canali social, sebbene i post che la riguardano scaturiscano da molte fonti diverse e vi contribuiscano sia utenti esperti che non esperti. Un'analisi del traffico di Twitter contenente commenti sulla BCE e sulle sue politiche può favorire l'individuazione di coloro che contribuiscono a tali conversazioni e della maniera in cui reagiscono all'attività di comunicazione della BCE. Il presente riquadro espone un'analisi di questo genere, eseguita sulla base di una banca dati di tweet che citano la BCE e degli account Twitter da cui sono stati

³¹ Cfr. Newman, N., Fletcher, R., Schulz, A., Andi, S. e Nielsen, R. K., *Reuters Institute Digital News Report*, 2020.

³² Il dato non si riferisce ai singoli follower sulle diverse piattaforme dei social media. In altre parole, una stessa persona potrebbe seguire la BCE su diversi canali dei social media.

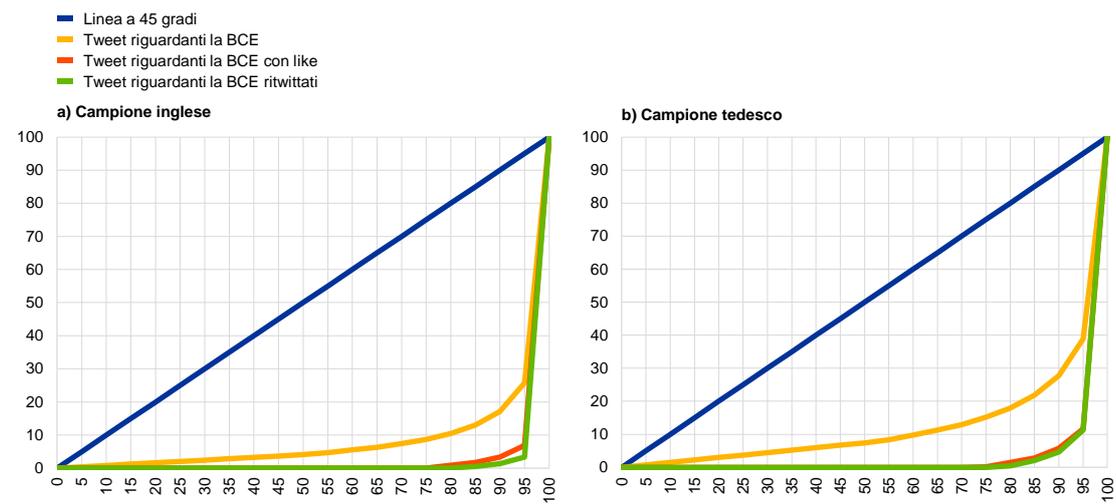
pubblicati. La banca dati è esaminata in Ehrmann e Wabitsch (2021) e contiene tweet scritti in inglese e in tedesco³³.

Un numero limitato di account Twitter genera gran parte del traffico riguardante la BCE, mentre una quantità ancora più ridotta di tali account rappresenta gli opinion maker più influenti. Ciò è visibile nel grafico A. La linea gialla presenta la distribuzione, tra i vari account, del contributo al traffico di Twitter concernente la BCE. Il grafico, che mostra la cosiddetta curva di Lorenz, rivela che la maggior parte del traffico di Twitter è generata da un numero relativamente ridotto di account. Ad esempio, agli account che si collocano nel 5 per cento superiore è riconducibile il 74 per cento dei tweet in inglese e il 61 per cento di quelli in tedesco. Ciò è molto diverso da uno scenario ipotetico, rappresentato nel grafico dalla linea blu, in cui ciascun account fornisca contributi di identica quantità. Inoltre, agli account Twitter che si collocano nel 5 per cento superiore corrispondono il 93 per cento dei tweet in inglese che ricevono “like” e il 97 per cento di quelli che vengono ritwittati. Per quanto concerne i tweet in tedesco, agli account Twitter che si collocano nel 5 per cento superiore è riconducibile l’89 per cento dei tweet ritwittati e dei like.

Grafico A

Distribuzione dei tweet tra gli account Twitter

(asse delle ascisse: quota cumulata degli account; asse delle ordinate: quota cumulata dei tweet)



Fonte: Ehrmann e Wabitsch (2021).

Note: il grafico mostra la curva di Lorenz relativa all’attività su Twitter riguardante la BCE, rispettivamente in inglese e in tedesco. La linea a 45 gradi (in blu) rappresenta il caso ipotetico in cui ciascun account contribuisce al traffico di Twitter in misura identica. La linea gialla mostra la distribuzione dei tweet sulla BCE, la linea rossa indica la distribuzione dei tweet sulla BCE che hanno ricevuto “like” da altri profili Twitter e la linea verde rappresenta la distribuzione dei tweet sulla BCE che sono stati ritwittati da altri utenti. Il grafico è basato su dati relativi agli anni tra il 2012 e il 2018.

È possibile ottenere un quadro più dettagliato differenziando i contributi tra quelli forniti da utenti esperti in materia di politica monetaria e quelli scritti da non esperti. La distinzione tra i due gruppi è resa possibile da alcune considerazioni: gli esperti pubblicano regolarmente tweet nei giorni della conferenza stampa della BCE, mentre i non esperti lo fanno in maniera più occasionale e i loro tweet riguardano vari argomenti, con l’effetto che nel complesso essi sono scarsamente incentrati sulla BCE.

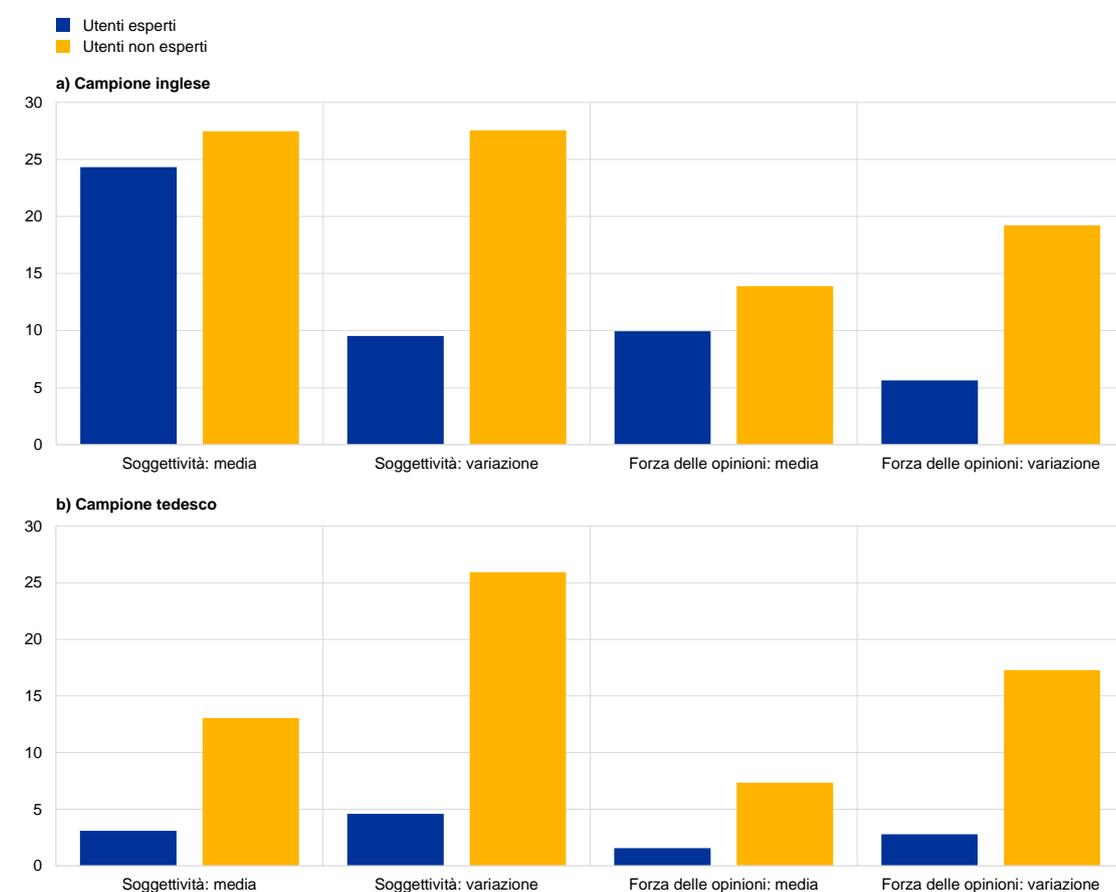
³³ Cfr. Ehrmann, M. e Wabitsch, A., “Central bank communication with non-experts: a road to nowhere?”, *Working Paper Series*, n. 2594, BCE, ottobre 2021.

Il grafico B mostra in che modo i tweet concernenti la BCE differiscono tra i gruppi di utenti esperti e non esperti, indicando che, in media, i tweet di questi ultimi sono più soggettivi ed esprimono opinioni più forti. Tale differenza è relativamente ridotta nel caso dei tweet in lingua inglese, ma più pronunciata per i tweet in tedesco. Il grafico mostra anche la deviazione standard del clima di fiducia medio espresso da ciascun profilo Twitter, ossia misura quanto differisca il clima di fiducia tra i vari account Twitter in ciascun gruppo. Le differenze tra utenti esperti e non esperti sono notevoli. I tweet pubblicati dagli utenti esperti sono molto più allineati in termini di soggettività e forza delle opinioni espresse rispetto ai tweet degli utenti non esperti. Ciò indica che i tweet di questi ultimi riflettono uno spettro molto più ampio di punti di vista.

Grafico B

Clima di fiducia espresso nei tweet riguardanti la BCE

(indice da 0 a 100)



Fonte: Ehrmann e Wabitsch (2021).

Note: il grafico mostra le statistiche riassuntive relative ai tweet pubblicati da utenti esperti e non esperti, rispettivamente, in inglese e in tedesco.

La soggettività e la forza delle opinioni sono misurate secondo un approccio che muove dai dizionari e limitate a collocarsi tra 0 e 100. Il dizionario inglese si basa su WordNet dell'Università di Princeton, quello tedesco sull'equivalente GermaNet. Essendo basati su due dizionari diversi, il clima di fiducia espresso nei tweet in inglese e quello espresso nei tweet in tedesco non sono direttamente comparabili. I termini che indicano soggettività sono, ad esempio, "pessimo" o "vero", che esprimono valori di soggettività rispettivamente pari a 100 e a 0. Indicatori della forza delle opinioni sono, ad esempio, termini come "impressionante", "meraviglioso" o "coerente", che esprimono valori rispettivamente pari a 100, a 100 e a 0. Per entrambe le misure del clima di fiducia, la figura mostra: a) la media tra tutti i tweet concernenti la BCE e b) la deviazione standard della misura media del clima di fiducia specifica dell'account come misura della variazione. Il grafico è basato su dati relativi agli anni tra il 2012 e il 2018.

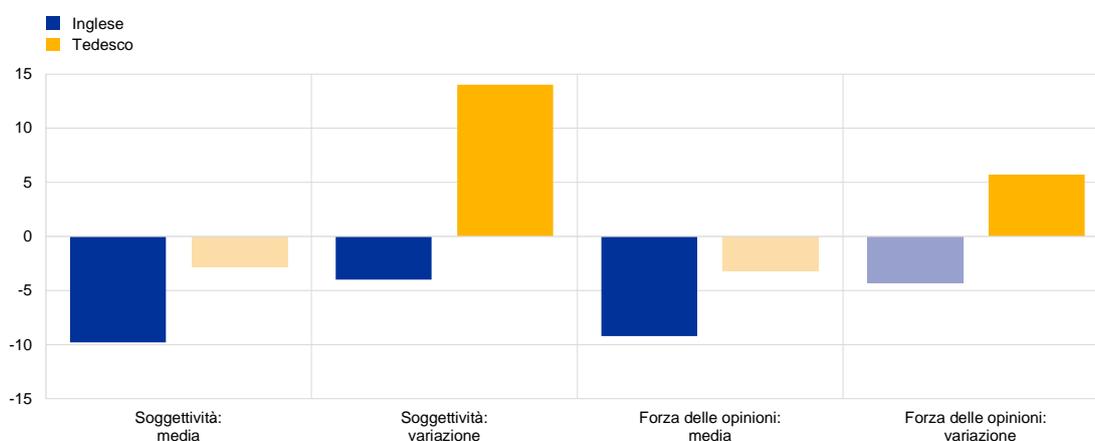
Come reagisce il clima di fiducia all'attività di comunicazione della BCE? Il grafico C fornisce alcune stime relative al caso della conferenza stampa della BCE, in occasione della quale il traffico di Twitter è elevato per diversi giorni, prima e dopo l'evento. Come mostra il grafico C, le reazioni dei tweet degli utenti non esperti in inglese e in tedesco sono piuttosto diverse. I tweet in lingua inglese

diventano molto più fattuali e le opinioni più moderate. Inoltre, la dispersione della soggettività è minore. Tale schema suggerisce che i tweet in inglese per lo più riportano informazioni sulla conferenza stampa. Per contro, i tweet in lingua tedesca non diventano significativamente più fattuali, né più moderati. Al contempo, l'aumento della variazione della soggettività e della forza delle opinioni espresse rivela che queste ultime diventano notevolmente più eterogenee tra i vari profili Twitter. Intorno al periodo della conferenza stampa della BCE, pertanto, i tweet in tedesco sembrano riflettere una discussione più vivace tra gli utenti.

Grafico C

Variazione del clima di fiducia nei tweet degli utenti non esperti in occasione della conferenza stampa della BCE

(coefficiente di reazione)



Fonte: Ehrmann e Wabitsch (2021).

Note: il grafico mostra la reattività del clima di fiducia espresso nei tweet degli utenti non esperti, rispettivamente, in inglese e in tedesco alla conferenza stampa della BCE. I coefficienti di risposta che sono statisticamente significativi almeno al livello del 10 per cento sono mostrati nei colori più scuri. Il grafico è basato su dati relativi agli anni tra il 2012 e il 2018.

Sebbene l'accoglienza della conferenza stampa della BCE da parte degli utenti non esperti sia diversa nelle due lingue, vi è un importante profilo comune: il traffico di Twitter generato dai non esperti si intensifica in prossimità della conferenza stampa della BCE, a indicare che l'attività di comunicazione della Banca centrale europea viene da questi rilevata e discussa. Ciò significa che si sta compiendo il primo passo necessario per una comunicazione efficace, ossia che il mittente riesce a raggiungere il destinatario desiderato.

Modernizzare l'attività di comunicazione della BCE

I grandi cambiamenti economici, sociali e tecnologici alla base di un panorama della comunicazione radicalmente mutato stanno inevitabilmente determinando un'ulteriore evoluzione dell'attività di comunicazione della BCE.

Tali andamenti includono una perdita di fiducia nelle autorità competenti³⁴, un ciclo di notizie 24 ore su 24, un più ampio dibattito sulle azioni della banca centrale e una

³⁴ Cfr. Jacobs, R., "The downfall (and possible salvation) of expertise", *Chicago Booth Review*, novembre 2020.

maggior politicizzazione delle stesse³⁵. Inoltre, come illustrato nel capitolo 2, sono necessari sforzi di coinvolgimento più concertati per costruire la conoscenza e, in ultima istanza, la fiducia. A tal fine, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, nell'ambito del recente riesame della strategia, di adeguare la sostanza, lo stile e il modello operativo della comunicazione in tema di politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha reso più accessibile la propria comunicazione in materia di politica monetaria sostituendo la “dichiarazione introduttiva” con la nuova “dichiarazione di politica monetaria”, più snella e contraddistinta da una narrazione più strutturata. Il grafico 14 raffronta la lunghezza e la complessità delle dichiarazioni di politica monetaria rilasciate prima della conclusione del riesame con quelle formulate dopo l'attuazione delle misure scaturite dall'esito del riesame della strategia. La figura 15 mostra la lunghezza e la complessità delle comunicazioni di politica monetaria nel corso del tempo, indicando che le recenti dichiarazioni di politica monetaria sono più accessibili di quelle precedenti³⁶.

³⁵ Cfr. Moschella, M., Pinto, L. e Martocchia Diodati, N., “Let's speak more? How the ECB responds to public contestation”, *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n. 3, 2020, pagg. 400-418.

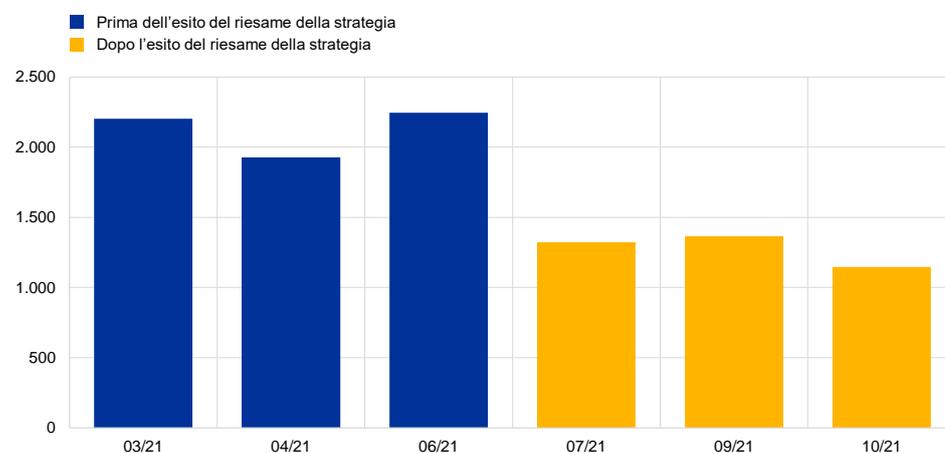
³⁶ Cfr. Coenen, G., Ehrmann, M., Gaballo, G., Hoffmann, P., Nakov, A., Nardelli, S., Persson, E. e Strasser, G., “Communication of monetary policy in unconventional times”, *Working Paper Series*, n. 2080, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2017.

Grafico 14

La dichiarazione di politica monetaria della BCE: prima e dopo

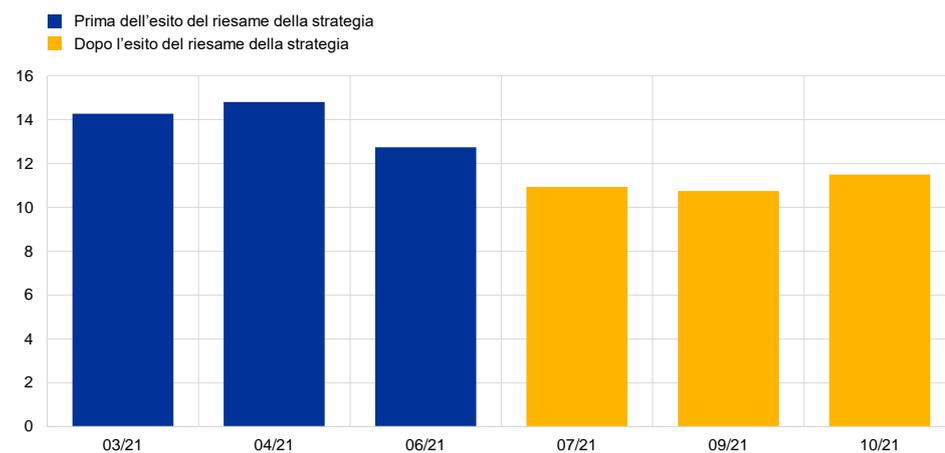
a) Conteggio delle parole

(numero di parole)



b) Complessità linguistica

(indice Flesch-Kincaid Grade Level)

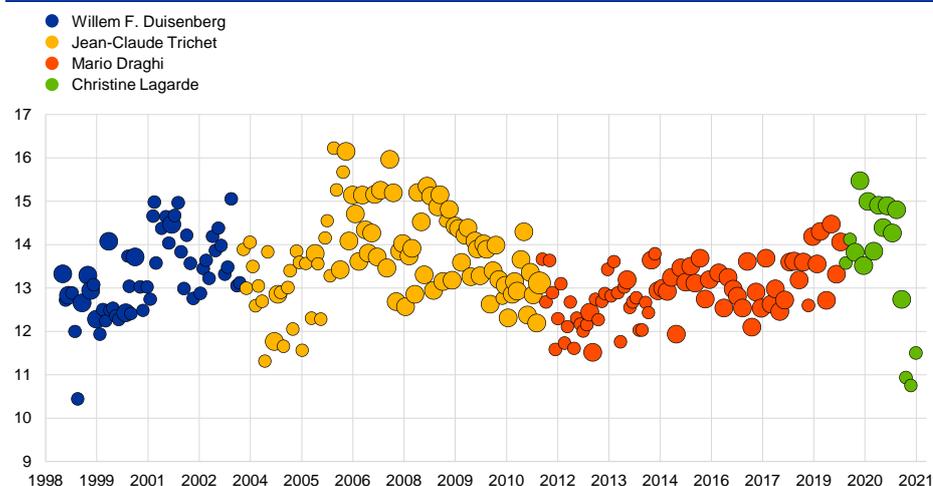


Fonte: dati della BCE.

Note: il grafico mostra la lunghezza e la complessità delle ultime tre dichiarazioni di politica monetaria (fino a giugno 2021 "dichiarazione introduttiva") prima dell'annuncio dell'esito del riesame della strategia della BCE (8 luglio 2021) e delle prime tre dichiarazioni successive. La difficoltà della lingua impiegata è misurata utilizzando il punteggio Flesch-Kincaid Grade Level, che indica quanti anni di istruzione sono necessari per comprendere il testo, in base alla lunghezza di frasi e parole in esso contenute.

Grafico 15

Complessità delle dichiarazioni di politica monetaria della BCE



Fonte: dati aggiornati (ottobre 2021) tratti dall'analisi in Coenen et al. (2017).

Note: la figura illustra la lunghezza e la complessità delle dichiarazioni di politica monetaria della BCE (fino a giugno 2021 "dichiarazione introduttiva"). La prima è misurata dal numero di parole (indicato dalla dimensione dei cerchi). La difficoltà della lingua impiegata è misurata utilizzando il punteggio Flesch-Kincaid Grade Level, che indica quanti anni di istruzione sono necessari per comprendere il testo, in base alla lunghezza di frasi e in parole in esso contenute.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di integrare la comunicazione sulla politica monetaria con una comunicazione "a più livelli di approfondimento", che fornisce le medesime informazioni fondamentali in modo più accessibile e visivo.

Le ricerche indicano che una comunicazione di politica monetaria accessibile, corredata di elementi grafici e fruibile migliora la comprensione del pubblico, nonché la sua fiducia³⁷. L'applicazione di tali risultati alla comunicazione di politica monetaria della BCE ha determinato l'aggiunta di una nuova dichiarazione visiva, con l'obiettivo di spiegare le ultime decisioni assunte dalla BCE in un formato più accattivante e semplice e in tutte le 24 lingue ufficiali dell'UE. Mediante l'impiego di tecniche narrative, nonché di elementi grafici e linguaggio comprensibili, la nuova dichiarazione di politica monetaria mira a rendere le decisioni della BCE più accessibili al pubblico non specializzato di tutta l'area dell'euro³⁸.

A seguito del riesame della strategia il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di rendere gli eventi di comunicazione una caratteristica strutturale della sua interazione con il grande pubblico³⁹.

Tali eventi di comunicazione muovono dalle positive esperienze degli eventi di "ascolto" dell'Eurosistema, che hanno coinvolto esponenti del mondo accademico, organizzazioni della società civile e il grande pubblico e si sono svolti durante il riesame della strategia. Attraverso il solo portale "La BCE ti ascolta", la BCE ha ricevuto circa 4.000 risposte⁴⁰. Le opinioni, i suggerimenti e i timori raccolti nel corso di tali eventi hanno fornito un contributo

³⁷ Cfr. Bholat, D., Broughton, N., Ter Meer, J. e Walczak, E., "Enhancing central bank communications using simple and relatable information", *Journal of Monetary Economics*, 2019, pagg. 1-15.

³⁸ Cfr., ad esempio, "La dichiarazione di politica monetaria in sintesi" relativa alle ultime decisioni della BCE di settembre 2021.

³⁹ Cfr. "Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE", BCE, 8 luglio 2021.

⁴⁰ Cfr. il portale "La BCE ti ascolta".

fondamentale alla decisione del Consiglio direttivo di modernizzare la comunicazione della BCE sulla politica monetaria.

4 Osservazioni conclusive

La comunicazione della banca centrale con gli esperti e il grande pubblico svolge un ruolo importante nell'influenzare le aspettative e nel sostenere la fiducia, rendendo la politica monetaria più efficace e contribuendo ad assicurare la legittimità delle istituzioni monetarie indipendenti.

Una comunicazione chiara e coerente rivolta al pubblico specializzato continuerà a essere fondamentale per assicurare l'efficacia della politica monetaria della BCE. Al tempo stesso, maggiori sforzi per "arrivare" al grande pubblico contribuiranno ad accrescere l'impatto dell'attività di comunicazione della BCE in materia di politica monetaria.

Il presente articolo ha esaminato la parte emittente e quella ricevente della comunicazione della BCE rivolta al grande pubblico, nonché gli elementi che facilitano la comunicazione tra le due parti. L'analisi ha messo in luce l'ampia diversità del pubblico della BCE, indicando la necessità di adeguare di conseguenza la comunicazione della Banca centrale europea. Le ricerche suggeriscono che una comunicazione più accessibile, comprensibile e visiva può accrescere l'impatto dei messaggi della banca centrale.

L'esito del riesame della strategia ha portato all'introduzione di una comunicazione di politica monetaria più comprensibile, fruibile e visiva.

Questo articolo ha mostrato che la leggibilità della nuova "dichiarazione di politica monetaria" della BCE è sensibilmente superiore rispetto alla precedente "dichiarazione introduttiva". A sua volta, la dichiarazione di politica monetaria visiva introduce un livello di comunicazione più accessibile che consente alla BCE di raggiungere meglio il grande pubblico.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Andamenti finanziari	S3
3 Attività economica	S8
4 Prezzi e costi	S14
5 Moneta e credito	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
2018	3,6	2,9	1,7	0,6	6,7	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,3	-3,4	-9,7	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2020 4° trim.	1,9	1,1	1,1	2,3	3,2	-0,4	1,2	1,6	1,2	0,5	-0,8	0,1	-0,3
2021 1° trim.	0,9	1,5	-1,4	-0,7	0,2	-0,2	1,9	1,7	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
2° trim.	0,4	1,6	5,5	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
3° trim.	1,7	0,5	1,3	-0,9	0,2	2,2	4,4	3,1	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
2021 giu.	-	-	-	-	-	-	4,0	3,1	5,4	2,5	-0,5	1,1	1,9
lug.	-	-	-	-	-	-	4,2	3,1	5,4	2,0	-0,3	1,0	2,2
ago.	-	-	-	-	-	-	4,3	3,1	5,3	3,2	-0,4	0,8	3,0
set.	-	-	-	-	-	-	4,6	3,2	5,4	3,1	0,2	0,7	3,4
ott.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,5	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	6,8	-	-	-	4,9

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
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,2	5,6
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,3	-0,4
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,5	-3,8
2020 4° trim.	54,2	56,8	50,5	48,2	56,3	48,1	54,6	54,0	50,8	5,3	5,2	5,4
2021 1° trim.	54,3	59,3	49,1	48,4	52,3	49,9	53,8	54,5	50,3	3,9	1,8	6,2
2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,4	1,9
3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,8	53,4	50,3	-1,2	-0,5	-1,9
2021 giu.	56,1	63,7	62,2	48,9	50,6	59,5	52,9	57,2	51,7	1,7	1,4	1,9
lug.	54,9	59,9	59,2	48,8	53,1	60,2	53,2	55,5	51,4	-0,4	0,4	-1,2
ago.	51,2	55,4	54,8	45,5	47,2	59,0	50,6	51,5	49,5	-0,8	-0,3	-1,4
set.	52,8	55,0	54,9	47,9	51,4	56,2	51,4	53,2	50,1	-1,2	-0,5	-1,9
ott.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	.	.	.
nov.	54,8	57,2	.	53,3	51,2	55,4	52,4	55,6	50,7	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Andamenti finanziari

2.1 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)	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
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
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 mag.	-0,56	-0,48	-0,56	-0,54	-0,51	-0,48	0,15	-0,09
giu.	-0,56	-0,48	-0,55	-0,54	-0,51	-0,48	0,13	-0,09
lug.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,54	-0,52	-0,49	0,13	-0,08
ago.	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,53	-0,50	0,12	-0,10
set.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,12	-0,08
ott.	-0,57	-0,49	-0,56	-0,55	-0,53	-0,48	0,13	-0,08
nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09

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.

2.2 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	
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
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 mag.	-0,63	-0,68	-0,69	-0,54	-0,15	0,53	1,54	0,75	-0,72	-0,67	-0,16	0,57
giu.	-0,65	-0,69	-0,70	-0,56	-0,20	0,49	1,40	0,68	-0,72	-0,68	-0,22	0,45
lug.	-0,66	-0,75	-0,80	-0,75	-0,44	0,31	1,16	0,52	-0,83	-0,86	-0,50	0,16
ago.	-0,68	-0,73	-0,77	-0,68	-0,39	0,34	1,24	0,56	-0,79	-0,79	-0,43	0,16
set.	-0,71	-0,73	-0,72	-0,54	-0,17	0,56	1,41	0,78	-0,74	-0,66	-0,16	0,46
ott.	-0,74	-0,69	-0,62	-0,37	-0,07	0,62	1,43	0,45	-0,63	-0,46	0,03	0,34
nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07

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.

2.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
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
2021 mag.	443,8	4.003,6	959,5	290,0	183,0	94,8	167,8	808,7	811,7	384,1	278,3	870,2	4.169,6	28.517,1
giu.	455,3	4.105,8	958,5	305,3	188,6	97,4	168,5	831,8	850,4	375,9	287,2	883,4	4.238,5	28.943,2
lug.	453,8	4.062,6	979,0	300,5	190,2	91,2	162,2	835,4	875,2	372,0	290,2	896,1	4.363,7	28.118,8
ago.	468,5	4.177,0	1.014,5	303,3	191,9	91,6	169,0	865,0	938,2	380,0	303,6	922,1	4.454,2	27.692,7
set.	465,5	4.158,3	993,9	295,0	188,1	93,9	169,0	863,3	969,5	371,3	294,8	917,5	4.449,6	29.893,6
ott.	461,4	4.132,2	976,8	294,4	185,0	101,7	175,8	836,1	925,6	367,5	285,7	897,1	4.460,7	28.586,2
nov.	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6

Fonte: Refinitiv.

2 Andamenti finanziari

2.4 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	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso							
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		oltre 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 nov.	0,02	0,35	0,20	0,71	5,11	15,77	5,01	5,25	5,90	2,04	1,37	1,54	1,29	1,35	1,63	1,35
dic.	0,01	0,35	0,17	0,72	4,99	15,77	4,93	5,08	5,71	1,93	1,35	1,52	1,27	1,33	1,62	1,32
2021 gen.	0,01	0,35	0,22	0,68	5,00	15,80	4,84	5,32	5,87	1,91	1,35	1,49	1,29	1,35	1,60	1,33
feb.	0,01	0,35	0,23	0,66	5,01	15,74	5,05	5,25	5,86	1,98	1,30	1,48	1,27	1,32	1,59	1,31
mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	15,77	4,88	5,12	5,72	1,94	1,32	1,43	1,24	1,32	1,58	1,31
apr.	0,01	0,35	0,21	0,62	4,89	15,75	5,16	5,17	5,78	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,59	1,31
mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	15,76	5,16	5,31	5,93	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,88	15,71	5,16	5,15	5,77	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,77	15,67	5,31	5,24	5,85	1,98	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	15,71	5,70	5,30	5,90	2,04	1,33	1,47	1,24	1,28	1,59	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,64	5,43	5,24	5,87	1,93	1,32	1,46	1,25	1,29	1,58	1,30
ott. ^(p)	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,62	5,53	5,21	5,83	2,01	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31

Fonte: BCE.

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

2) Include istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

3) Tasso annuo effettivo globale (TAE³⁾).

2.5 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	
2020 nov.	-0,01	-0,20	0,42	1,83	1,97	2,00	1,98	1,57	1,41	1,47	1,22	1,29	1,30	1,51
dic.	-0,01	-0,18	0,25	1,83	2,01	1,94	1,94	1,61	1,42	1,44	1,34	1,23	1,27	1,51
2021 gen.	-0,01	-0,14	0,39	1,84	2,14	2,00	1,92	1,61	1,44	1,41	1,17	1,18	1,29	1,50
feb.	-0,01	-0,21	0,25	1,84	1,96	2,00	1,95	1,58	1,44	1,43	1,15	1,22	1,23	1,48
mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,82	1,91	1,97	2,02	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,80	2,04	1,96	1,98	1,57	1,44	1,40	1,32	1,33	1,38	1,56
mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,79	1,87	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
giu.	-0,02	-0,31	0,27	1,84	1,89	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
lug.	-0,02	-0,31	0,13	1,72	1,82	2,14	2,00	1,59	1,43	1,37	1,28	1,32	1,16	1,48
ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,76	1,79	1,94	2,02	1,56	1,45	1,37	1,23	1,11	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,78	1,80	2,00	2,00	1,52	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott. ^(p)	-0,03	-0,36	0,17	1,73	1,81	2,09	2,00	1,55	1,51	1,33	1,15	1,15	1,24	1,43

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.

2 Andamenti finanziari

2.6 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 a fine periodo; valori nominali)

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2018	1.215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 mag.	1.536	463	151	.	100	692	130	410	187	48	.	37	105	33
giu.	1.542	481	152	.	90	694	126	451	216	56	.	34	106	39
lug.	1.539	478	148	.	101	688	124	470	224	44	.	39	113	50
ago.	1.538	493	146	.	99	678	121	415	232	40	.	25	93	25
set.	1.568	506	139	.	99	697	127	473	220	44	.	39	124	46
ott.	1.517	478	133	.	103	686	117	418	202	39	.	41	105	32
A lungo termine														
2018	15.748	3.688	3.162	.	1.249	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.315	3.817	3.397	.	1.324	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.290	3.892	3.203	.	1.464	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 mag.	17.908	3.946	3.311	.	1.489	8.393	769	269	46	69	.	21	121	12
giu.	18.092	3.980	3.361	.	1.498	8.473	780	341	75	87	.	29	136	15
lug.	18.186	3.992	3.397	.	1.502	8.515	780	302	56	99	.	18	119	10
ago.	18.222	3.990	3.398	.	1.500	8.554	779	134	27	34	.	4	66	3
set.	18.322	4.021	3.433	.	1.521	8.558	788	316	72	92	.	22	114	15
ott.	18.407	4.038	3.499	.	1.530	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13

Fonte: BCE.

1) A fini comparativi, i dati annuali si riferiscono alle cifre medie mensili nell'anno.

2.7 Tassi di crescita e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro; variazioni percentuali)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	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	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2018	16.962,7	4.190,4	3.332,4	.	1.320,6	7.445,8	673,5	7.023,4	465,0	1.099,2	5.459,2
2019	17.598,1	4.367,4	3.577,7	.	1.408,5	7.558,1	686,5	8.586,6	538,4	1.410,6	6.637,6
2020	18.819,0	4.346,8	3.347,6	.	1.561,1	8.720,3	843,3	8.448,2	469,3	1.321,5	6.657,4
2021 mag.	19.444,5	4.409,7	3.462,1	.	1.588,4	9.085,1	899,2	9.646,8	575,7	1.508,7	7.562,4
giu.	19.633,4	4.461,5	3.512,9	.	1.587,7	9.166,3	905,1	9.773,2	564,9	1.521,5	7.686,9
lug.	19.724,5	4.469,9	3.544,5	.	1.602,6	9.202,9	904,7	9.895,0	559,2	1.526,8	7.809,0
ago.	19.759,4	4.483,2	3.544,4	.	1.599,5	9.232,7	899,6	10.166,4	587,9	1.612,9	7.965,7
set.	19.890,1	4.527,2	3.572,4	.	1.620,0	9.255,6	914,9	9.899,5	597,2	1.616,9	7.685,4
ott.	19.924,3	4.516,5	3.631,8	.	1.632,7	9.239,3	904,0	10.296,1	613,8	1.701,4	7.980,9
Tasso di crescita											
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,5	1,2	2,7	.	12,4	10,9	24,3	1,1	0,1	3,1	0,8
2021 mag.	5,6	0,1	5,1	.	5,4	8,1	12,3	2,1	1,5	6,1	1,3
giu.	4,5	-0,3	4,4	.	4,1	6,6	9,7	2,3	1,9	6,4	1,5
lug.	4,6	0,3	5,2	.	3,7	6,1	10,1	2,3	1,9	6,5	1,5
ago.	4,0	0,8	4,0	.	3,4	5,3	9,2	2,3	1,8	7,7	1,3
set.	4,1	1,1	4,6	.	3,7	5,0	8,6	2,4	1,8	8,0	1,4
ott.	4,3	1,2	5,5	.	4,0	5,3	5,6	2,2	1,7	6,3	1,4

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.8 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
2018	99,9	95,5	94,1	90,7	80,5	89,6	117,3	94,9
2019	98,1	93,1	92,9	88,9	77,4	87,2	115,4	92,3
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,5	87,8	119,4	93,8
2020 4° trim.	101,2	94,6	95,4	90,3	73,8	88,2	122,3	95,5
2021 1° trim.	100,7	94,6	95,2	90,0	73,5	87,8	121,7	95,3
2° trim.	100,5	94,1	94,9	88,8	72,0	85,9	121,9	94,9
3° trim.	99,5	93,3	94,3	.	.	.	120,5	94,0
2021 giu.	100,2	93,7	94,7	-	-	-	121,5	94,5
lug.	99,7	93,5	94,5	-	-	-	120,8	94,2
ago.	99,3	93,2	94,1	-	-	-	120,4	93,9
set.	99,4	93,2	94,2	-	-	-	120,4	93,8
ott.	98,4	92,4	92,9	-	-	-	119,5	93,1
nov.	97,6	92,0	91,8	-	-	-	118,8	92,9
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2021 nov.	-0,9	-0,4	-1,2	-	-	-	-0,6	-0,2
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2021 nov.	-3,0	-2,3	-3,1	-	-	-	-2,3	-2,2

Fonte: BCE.

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

2.9 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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
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
2020 4° trim.	7,901	7,559	26,667	7,443	360,472	124,607	4,505	0,903	4,8718	10,268	1,078	1,193
2021 1° trim.	7,808	7,572	26,070	7,437	361,206	127,806	4,546	0,874	4,8793	10,120	1,091	1,205
2° trim.	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
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
2021 giu.	7,739	7,498	25,454	7,436	349,937	132,631	4,501	0,859	4,9238	10,117	1,094	1,205
lug.	7,654	7,503	25,636	7,437	357,257	130,349	4,562	0,856	4,9255	10,198	1,086	1,182
ago.	7,624	7,496	25,470	7,437	351,843	129,284	4,569	0,853	4,9232	10,216	1,076	1,177
set.	7,601	7,492	25,392	7,436	352,514	129,656	4,568	0,857	4,9471	10,171	1,086	1,177
ott.	7,450	7,513	25,496	7,440	360,822	131,212	4,591	0,847	4,9480	10,056	1,071	1,160
nov.	7,293	7,520	25,391	7,437	364,504	130,118	4,646	0,848	4,9494	10,046	1,052	1,141
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2021 nov.	-2,1	0,1	-0,4	0,0	1,0	-0,8	1,2	0,1	0,0	-0,1	-1,7	-1,6
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2021 nov.	-6,7	-0,6	-4,1	-0,1	1,3	5,3	3,4	-5,4	1,6	-1,8	-2,4	-3,6

Fonte: BCE.

2 Andamenti finanziari

2.10 Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, conto finanziario

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; consistenze 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>												
2020 3° trim.	28.047,3	28.661,8	-614,5	11.135,6	9.375,6	9.995,2	12.597,2	-103,7	6.110,7	6.689,0	909,5	15.163,2
4° trim.	28.366,3	28.991,0	-624,7	11.051,2	9.359,9	10.692,6	12.893,1	-94,2	5.836,9	6.738,0	879,7	14.854,7
2021 1° trim.	29.644,2	30.313,3	-669,1	11.385,0	9.473,4	11.435,3	13.696,1	-134,1	6.108,5	7.143,7	849,4	15.485,7
2° trim.	30.098,3	30.694,6	-596,3	11.348,2	9.453,7	11.947,6	14.079,2	-126,2	6.059,7	7.161,7	869,0	15.399,0
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 2° trim.	254,9	260,0	-5,1	96,1	80,1	101,2	119,2	-1,1	51,3	60,7	7,4	130,4
<i>Transazioni</i>												
2020 4° trim.	80,6	-48,2	128,8	-59,1	45,4	348,7	-225,1	-14,5	-196,6	131,5	2,1	-
2021 1° trim.	523,0	425,0	97,9	100,7	-7,1	266,3	178,8	6,4	152,6	253,4	-3,1	-
2° trim.	184,3	83,6	100,7	-37,2	-38,0	227,6	67,0	8,5	-22,1	54,6	7,5	-
3° trim.	335,8	290,2	45,6	30,2	-41,8	126,4	70,1	-7,3	63,4	261,8	123,2	-
2021 apr.	200,6	193,9	6,7	30,1	12,1	56,4	33,1	4,5	109,0	148,8	0,7	-
mag.	14,0	-26,3	40,3	-51,3	-58,4	75,2	-2,0	-2,1	-9,1	34,1	1,4	-
giu.	-30,4	-84,1	53,7	-16,0	8,3	96,0	35,9	6,2	-121,9	-128,2	5,3	-
lug.	143,3	101,1	42,1	23,6	-10,4	22,6	41,1	8,9	88,5	70,4	-0,3	-
ago.	184,4	183,4	1,0	5,7	-8,8	44,8	22,6	-6,7	18,5	169,6	122,1	-
set.	8,1	5,7	2,5	0,9	-22,6	58,9	6,4	-9,5	-43,6	21,9	1,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2021 set.	1.123,6	750,6	373,0	34,6	-41,6	969,0	90,8	-6,9	-2,7	701,4	129,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2021 set.	9,4	6,3	3,1	0,3	-0,3	8,1	0,8	-0,1	0,0	5,8	1,1	-

Fonte: BCE.

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

3 Attività economica

3.1 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	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2018	11.600,2	11.132,8	6.223,1	2.369,5	2.430,6	1.177,5	746,1	500,5	109,6	467,4	5.571,6	5.104,2
2019	11.982,7	11.577,1	6.378,5	2.456,6	2.652,5	1.253,7	770,3	621,7	89,4	405,6	5.765,4	5.359,7
2020	11.400,4	10.976,4	5.902,0	2.573,5	2.494,9	1.216,3	681,9	589,7	6,1	424,0	5.173,4	4.749,5
2020 4° trim.	2.927,3	2.787,0	1.486,4	660,9	641,9	318,6	183,2	138,4	-2,3	140,3	1.364,7	1.224,4
2021 1° trim.	2.939,5	2.806,3	1.469,7	662,4	646,6	325,3	185,5	134,0	27,6	133,2	1.401,5	1.268,3
2° trim.	3.010,8	2.888,2	1.531,1	675,6	661,7	337,5	187,5	134,9	19,7	122,6	1.464,6	1.341,9
3° trim.	3.110,8	2.981,6	1.606,7	685,1	668,7	343,5	186,7	136,7	21,1	129,1	1.521,4	1.392,2
<i>in percentuale del PIL</i>												
2020	100,0	96,3	51,8	22,6	21,9	10,7	6,0	5,2	0,1	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 4° trim.	-0,4	-0,4	-3,0	0,8	2,7	1,7	1,9	6,4	-	-	4,3	4,8
2021 1° trim.	-0,2	-0,3	-2,3	-0,6	0,0	0,5	1,8	-3,7	-	-	1,2	1,0
2° trim.	2,2	2,4	3,9	2,1	1,3	1,9	0,4	0,8	-	-	2,4	2,9
3° trim.	2,2	2,0	4,1	0,3	-0,9	-0,9	-1,5	0,1	-	-	1,2	0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,9	3,7	0,4	-	-	3,6	3,8
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,7	3,3	1,8	22,0	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,3	-7,0	-4,6	-12,0	-5,9	-	-	-9,1	-9,1
2020 4° trim.	-4,4	-6,5	-7,6	3,2	-10,1	-0,4	-4,7	-30,7	-	-	-4,8	-9,3
2021 1° trim.	-1,1	-3,8	-5,6	2,8	-6,0	2,7	6,9	-31,5	-	-	-0,1	-5,7
2° trim.	14,4	12,3	12,2	7,8	18,5	19,7	30,1	3,5	-	-	25,9	21,6
3° trim.	3,9	3,7	2,5	2,6	3,1	3,2	2,5	3,5	-	-	9,4	9,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 4° trim.	-0,4	-0,3	-1,6	0,2	0,6	0,2	0,1	0,3	0,5	0,0	-	-
2021 1° trim.	-0,2	-0,3	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
2° trim.	2,2	2,3	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,4	-0,1	-	-
3° trim.	2,2	1,9	2,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	0,9	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,3	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2020 4° trim.	-4,4	-6,4	-4,0	0,7	-2,4	0,0	-0,3	-2,0	-0,6	2,0	-	-
2021 1° trim.	-1,1	-3,7	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,0	2,5	-	-
2° trim.	14,4	11,9	6,3	1,9	3,9	2,1	1,7	0,2	-0,2	2,5	-	-
3° trim.	3,9	3,5	1,3	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	1,0	0,3	-	-

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) Includono le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

3 Attività economica

3.2 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)												
2018	10.395,4	175,4	2.055,6	525,8	1.963,1	499,9	477,2	1.170,0	1.210,2	1.960,3	358,0	1.204,8
2019	10.741,0	178,5	2.100,8	561,2	2.041,4	531,2	478,9	1.204,6	1.249,7	2.025,5	369,2	1.241,7
2020	10.268,7	176,6	1.971,0	552,4	1.799,8	544,9	469,0	1.210,9	1.168,0	2.054,1	321,8	1.131,7
2020 4° trim.	2.634,0	43,7	521,7	146,7	458,4	139,5	117,2	305,6	301,7	522,0	77,5	293,3
2021 1° trim.	2.646,9	44,0	532,9	145,9	455,7	141,4	118,5	305,9	302,1	523,2	77,2	292,6
2° trim.	2.700,4	45,2	535,9	150,3	480,5	144,8	118,2	308,4	305,8	530,6	80,6	310,4
3° trim.	2.781,8	45,1	545,5	150,5	519,4	146,2	118,9	310,8	315,8	541,3	88,4	329,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2020	100,0	1,7	19,2	5,4	17,5	5,3	4,6	11,8	11,4	20,0	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2020 4° trim.	-0,4	0,6	3,5	2,0	-3,6	-1,0	-0,3	-0,4	1,7	-1,4	-11,5	0,0
2021 1° trim.	0,1	-2,8	1,0	-1,0	-1,0	2,0	1,3	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-2,6
2° trim.	1,9	0,5	0,6	1,9	4,6	1,9	0,6	0,9	1,3	1,7	5,7	4,8
3° trim.	2,3	-1,0	0,1	-0,6	6,7	1,3	0,2	0,5	2,8	1,5	12,0	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2018	1,8	-0,7	1,9	2,2	1,5	6,4	0,2	1,4	4,0	0,7	1,3	1,7
2019	1,6	1,7	0,2	2,1	2,5	5,7	0,4	1,5	1,7	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-0,7	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-1,0	-0,8	-7,9	-2,9	-17,1	-6,5
2020 4° trim.	-4,5	-0,8	-1,2	-0,7	-12,8	1,2	-0,8	-0,7	-5,7	-1,5	-21,9	-3,6
2021 1° trim.	-1,3	-1,1	3,1	0,6	-8,1	3,6	1,4	0,1	-2,8	0,8	-16,5	0,4
2° trim.	14,3	-0,9	21,8	18,6	23,0	11,1	4,3	3,6	15,5	9,9	15,4	15,3
3° trim.	3,9	-2,7	5,2	2,2	6,5	4,1	1,8	0,9	6,1	1,9	4,2	3,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2020 4° trim.	-0,4	0,0	0,7	0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,3	-0,4	-
2021 1° trim.	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-
3° trim.	2,3	0,0	0,0	0,0	1,2	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2018	1,8	0,0	0,4	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	0,1	0,0	-
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,5	-0,6	-
2020 4° trim.	-4,5	0,0	-0,2	0,0	-2,4	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,3	-0,8	-
2021 1° trim.	-1,3	0,0	0,6	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,6	-
2° trim.	14,3	0,0	4,0	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,7	2,0	0,5	-
3° trim.	3,9	0,0	1,0	0,1	1,2	0,2	0,1	0,1	0,7	0,4	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

3 Attività economica

3.3 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>													
2018	100,0	85,9	14,1	3,1	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
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	24,5	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,6	1,9	0,0	-0,4	1,5	2,6	1,6	3,8	-1,0	2,4	2,8	1,4	0,3
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,5
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,4	-1,8	0,7	-3,6	1,4	-0,5	-0,2	-2,4	0,9	-3,4
2020 4° trim.	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-2,3	0,8	-4,7	1,6	-0,4	1,7	-2,2	1,2	-4,0
2021 1° trim.	-1,7	-1,8	-1,4	0,0	-2,2	1,4	-5,4	2,1	-0,5	1,3	-1,6	1,4	-4,8
2° trim.	2,0	2,4	-0,1	3,4	-0,4	4,8	0,5	4,6	0,7	2,2	4,5	2,7	1,6
3° trim.	2,0	2,3	0,5	0,9	0,3	3,0	1,5	5,5	0,7	1,4	4,4	2,1	1,0
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2018	100,0	81,1	18,9	4,3	15,0	6,7	25,9	3,0	2,5	1,0	13,8	21,7	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,3	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	1,8	2,2	0,0	-0,1	1,5	3,2	1,8	3,8	-0,9	3,1	3,1	1,2	0,7
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,3	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,8	-7,0	-11,2	-2,6	-7,5	-6,3	-13,7	-1,7	-2,8	-6,6	-8,0	-2,0	-13,4
2020 4° trim.	-6,3	-5,8	-8,8	-1,2	-5,5	-2,9	-13,5	-0,5	-1,7	-2,6	-5,6	-0,7	-12,4
2021 1° trim.	-2,8	-3,1	-1,6	2,0	-1,4	4,9	-11,1	1,8	1,0	3,4	-1,8	2,1	-8,5
2° trim.	16,3	14,9	23,2	7,7	14,7	25,3	23,8	11,7	6,2	20,1	18,5	8,3	25,0
3° trim.	3,0	3,3	1,8	-0,2	2,2	2,7	3,9	7,5	1,3	4,7	6,3	1,3	1,1
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2018	0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	0,3	-0,2	0,4
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,3	-5,6	-9,7	-0,3	-5,8	-7,0	-10,5	-3,1	-2,3	-6,4	-5,8	-2,9	-10,4
2020 4° trim.	-4,7	-4,0	-7,4	0,3	-3,3	-3,6	-9,2	-2,1	-1,2	-4,2	-3,5	-1,9	-8,7
2021 1° trim.	-1,1	-1,3	-0,1	2,0	0,8	3,5	-6,0	-0,4	1,4	2,1	-0,2	0,6	-3,9
2° trim.	14,0	12,2	23,3	4,2	15,1	19,6	23,1	6,8	5,5	17,5	13,4	5,5	23,0
3° trim.	1,0	1,0	1,3	-1,1	1,9	-0,2	2,3	1,9	0,5	3,3	1,9	-0,8	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

3 Attività economica

3.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Disoccupazione 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			80,6		19,4		51,4		48,6		
2018	163,346	3,9	13,399	8,2	3,8	10,926	7,3	2,473	17,2	6,891	7,9	6,507	8,6	2,1
2019	164,125	3,6	12,419	7,6	3,3	10,114	6,8	2,306	16,0	6,363	7,3	6,056	7,9	2,2
2020	162,416	3,6	12,771	7,9	3,0	10,288	6,9	2,482	17,7	6,570	7,6	6,201	8,2	1,8
2020 4° trim.	163,149	3,6	13,107	8,0	3,2	10,630	7,1	2,478	17,8	6,751	7,8	6,356	8,3	1,9
2021 1° trim.	162,332	3,7	13,491	8,3	3,2	10,871	7,4	2,620	18,5	6,851	7,9	6,640	8,8	2,1
2° trim.	163,545	3,5	13,153	8,0	3,3	10,536	7,1	2,618	17,9	6,657	7,6	6,496	8,5	2,3
3° trim.	.	.	12,306	7,5	.	9,917	6,6	2,389	16,3	6,232	7,1	6,074	7,9	2,6
2021 mag.	-	-	13,105	8,0	-	10,551	7,1	2,554	17,7	6,613	7,6	6,492	8,5	-
giu.	-	-	12,787	7,8	-	10,265	6,9	2,522	17,3	6,431	7,4	6,356	8,3	-
lug.	-	-	12,477	7,6	-	10,063	6,7	2,413	16,5	6,288	7,2	6,189	8,1	-
ago.	-	-	12,332	7,5	-	9,954	6,7	2,377	16,3	6,256	7,2	6,076	7,9	-
set.	-	-	12,109	7,4	-	9,733	6,5	2,376	16,1	6,152	7,0	5,957	7,8	-
ott.	-	-	12,045	7,3	-	9,679	6,5	2,367	15,9	6,122	7,0	5,923	7,7	-

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).

3.5 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													
2018	0,8	1,0	0,6	1,2	1,5	-1,4	1,7	1,6	1,4	2,0	0,7	4,9	0,9
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,4	-2,1	2,1	2,4	1,0	3,7	0,8	3,0	1,8
2020	-8,6	-9,0	-7,4	-13,2	-4,7	-5,2	-5,7	-0,9	3,6	-2,4	-14,4	-8,7	-25,0
2020 4° trim.	-1,5	-1,6	1,5	-3,2	-2,6	-1,8	-1,2	1,6	4,5	1,3	-13,8	-5,9	-9,2
2021 1° trim.	3,5	3,6	4,8	5,2	0,5	0,6	2,9	2,4	2,6	3,2	-5,2	0,1	3,4
2° trim.	22,4	24,1	25,4	29,1	17,4	7,7	17,8	11,9	2,0	18,7	29,7	25,1	53,8
3° trim.	5,9	6,6	7,6	5,4	7,7	0,5	0,7	2,4	0,2	4,0	3,5	13,1	-23,5
2021 mag.	20,5	22,2	24,0	27,2	14,2	6,2	12,6	8,8	0,2	14,2	28,6	25,1	49,5
giu.	10,5	11,3	15,9	6,8	12,8	3,3	4,1	5,7	2,1	7,5	11,9	25,1	5,4
lug.	7,7	8,4	11,2	6,1	9,2	1,5	2,2	3,3	1,2	4,9	4,2	13,1	-22,0
ago.	4,9	5,7	6,7	3,2	7,5	-0,5	-2,6	1,3	-1,4	3,3	1,4	13,1	-24,8
set.	5,1	5,6	4,9	6,2	6,6	0,5	1,5	2,6	0,8	3,7	4,8	13,1	-24,2
ott.	3,3	3,9	2,1	5,2	6,3	-1,0	.	1,4	-1,2	2,5	8,5	.	-28,6
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 mag.	-1,1	-0,8	-0,1	-2,5	-1,7	-2,5	0,2	4,2	-0,5	8,8	8,0	-	1,8
giu.	0,3	0,2	0,1	-1,4	3,0	-0,4	-0,9	1,9	-1,2	3,6	2,5	-	-0,4
lug.	1,2	1,3	0,3	2,7	1,2	-0,4	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,9	-	-5,9
ago.	-1,7	-1,9	-1,4	-3,5	-1,9	0,6	-1,4	0,9	-0,8	2,4	-0,5	-	-3,8
set.	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	0,6	0,4	0,9	-0,4	0,8	-1,9	1,0	-	3,4
ott.	1,1	1,2	-0,6	3,0	0,5	0,1	.	0,2	-0,1	0,4	1,3	-	-3,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE, statistiche sperimentali della BCE (col. 8) e Associazione europea dei costruttori di automobili (col. 13).

1) Compreso il commercio all'ingrosso.

3 Attività economica

3.6 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	99,3	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2018	111,8	6,7	83,7	-4,8	7,2	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,7	-5,2	82,0	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,2	-14,4	74,0	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2020 4° trim.	91,4	-8,8	76,9	-15,6	-8,3	-10,9	-15,4	85,7	54,6	56,7	45,0	48,1
2021 1° trim.	95,3	-2,4	80,0	-13,7	-5,9	-16,6	-14,8	85,8	58,4	58,5	46,9	49,9
2° trim.	114,3	11,7	82,7	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,2	63,1	62,7	54,7	56,8
3° trim.	118,1	14,2	82,5	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
2021 giu.	117,9	12,8	-	-3,3	5,2	4,7	17,9	-	63,4	62,6	58,3	59,5
lug.	119,0	14,5	83,0	-4,4	4,0	4,4	18,9	88,0	62,8	61,1	59,8	60,2
ago.	117,6	13,8	-	-5,3	5,5	4,6	16,8	-	61,4	59,0	59,0	59,0
set.	117,8	14,1	-	-4,0	7,5	1,4	15,2	-	58,6	55,6	56,4	56,2
ott.	118,6	14,2	82,1	-4,8	8,6	1,9	18,0	88,9	58,3	53,3	54,6	54,2
nov.	117,5	14,1	-	-6,8	9,0	3,7	18,4	-	58,4	53,8	55,9	55,4

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

3.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (netto)	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 netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,5	5,9	75,2	2,0	7,6	1,5
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,0	3,9	35,3	6,3	74,9	1,9	7,9	1,8
2020	19,5	96,1	-0,5	4,1	-3,5	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-14,7	2,0
2020 3° trim.	17,8	95,3	0,8	3,7	-1,3	3,7	4,2	31,5	4,4	81,8	2,7	-15,1	2,0
4° trim.	19,5	96,1	0,2	4,1	1,8	5,0	4,7	31,2	4,5	82,0	3,3	-20,9	2,0
2021 1° trim.	20,6	96,5	-0,2	4,6	10,6	7,3	4,6	32,3	5,8	83,1	4,0	-10,5	2,2
2° trim.	19,1	96,6	3,3	4,1	30,0	6,3	4,8	34,2	7,8	80,5	4,5	20,8	2,3

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) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

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

3 Attività economica

3.8 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	
2020 4° trim.	1.021,2	930,4	90,8	581,6	479,6	225,5	197,6	183,3	173,9	30,7	79,3	23,8	24,6
2021 1° trim.	1.050,7	945,3	105,5	602,3	496,9	226,5	203,5	191,2	169,0	30,8	75,8	15,4	12,4
2° trim.	1.073,4	1.007,8	65,6	617,7	536,1	232,5	212,4	193,8	188,1	29,4	71,2	17,2	11,6
3° trim.	1.079,2	1.021,1	58,1	620,2	559,7	243,7	227,1	175,4	160,0	39,9	74,2	23,2	11,6
2021 apr.	354,3	336,7	17,6	203,2	176,6	77,1	71,5	63,4	64,9	10,7	23,7	4,6	3,6
mag.	360,3	342,1	18,2	208,5	180,6	77,0	72,0	65,7	65,6	9,0	23,9	5,3	3,0
giu.	358,9	329,0	29,9	206,1	178,9	78,4	68,8	64,7	57,7	9,7	23,6	7,3	4,9
lug.	357,2	334,9	22,3	208,8	183,3	79,3	72,5	59,1	55,2	10,1	23,8	6,7	4,8
ago.	362,1	345,0	17,1	204,5	186,0	80,5	81,1	57,8	53,1	19,3	24,9	7,1	2,8
set.	359,9	341,2	18,7	206,9	190,4	83,9	73,6	58,5	51,6	10,5	25,5	9,5	4,1
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2021 set.	4.224,6	3.904,6	320,0	2.421,8	2.072,3	928,3	840,6	743,7	691,1	130,8	300,6	79,7	60,2
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2021 set.	35,2	32,6	2,7	20,2	17,3	7,7	7,0	6,2	5,8	1,1	2,5	0,7	0,5

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

3.9 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)													
2020 4° trim.	-2,6	-5,5	569,3	265,7	114,6	178,5	480,2	494,0	262,2	87,0	135,7	381,4	35,3
2021 1° trim.	0,6	0,2	582,1	280,6	115,0	174,6	487,8	512,9	285,1	91,5	129,8	383,4	47,1
2° trim.	34,2	33,9	595,3	290,8	116,9	176,3	492,5	558,0	322,5	92,2	135,4	404,3	53,5
3° trim.	13,4	22,5	604,8	.	.	.	498,5	575,8	.	.	.	412,1	.
2021 apr.	46,7	38,3	198,1	95,2	39,7	60,0	164,4	185,2	106,4	30,7	45,9	133,7	17,1
mag.	34,8	35,0	199,3	97,5	39,0	58,8	164,5	186,1	107,7	30,8	44,7	135,4	18,3
giu.	23,7	28,9	197,9	98,1	38,3	57,4	163,5	186,8	108,4	30,7	44,8	135,2	18,2
lug.	11,9	17,9	201,1	99,1	40,5	57,1	166,6	187,9	111,4	30,4	43,5	134,2	19,6
ago.	19,2	28,5	202,2	102,7	39,1	56,2	166,2	192,5	113,5	31,4	44,8	139,9	19,3
set.	10,0	21,6	201,4	.	.	.	165,6	195,3	.	.	.	138,0	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2020 4° trim.	-1,4	-0,8	104,4	105,9	99,9	106,6	103,8	105,7	102,8	107,8	111,4	109,6	84,7
2021 1° trim.	0,8	0,1	104,5	108,5	100,8	101,8	104,0	105,0	103,5	112,6	105,5	108,3	85,8
2° trim.	29,1	20,3	104,5	108,9	101,7	101,1	103,2	109,6	109,9	113,8	108,0	111,9	84,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 mar.	11,4	15,0	105,7	110,5	100,3	102,5	103,1	108,5	107,8	118,6	108,9	111,5	84,5
apr.	41,9	25,2	104,6	107,7	104,0	102,9	103,5	110,0	110,8	113,0	109,4	111,2	84,0
mag.	29,3	20,4	104,8	109,4	101,1	101,4	103,3	109,9	110,4	113,9	107,2	112,6	87,4
giu.	18,9	15,9	104,1	109,8	100,0	99,1	102,8	109,1	108,7	114,4	107,2	111,8	83,4
lug.	4,8	3,1	104,0	108,7	104,1	96,8	102,8	106,4	107,7	109,2	102,6	108,2	85,8
ago.	9,0	10,9	103,0	110,4	99,8	94,5	101,0	108,0	108,3	114,0	104,3	112,2	84,4

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Le differenze fra i dati della BCE relativi ai beni della b.d.p. (tavola 3.8) e i dati di Eurostat relativi al commercio in beni (tavola 3.9) sono essenzialmente riconducibili a differenze nelle definizioni utilizzate.

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

4 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua; salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	
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	
2020 4° trim.	105,0	-0,3	0,2	-0,9	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,8	0,5	0,2	-0,4	0,5	
2021 1° trim.	105,8	1,1	1,2	0,8	1,3	1,4	0,6	-0,5	1,6	6,5	0,6	1,0	1,4	
2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,4	1,5	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,1	0,6	0,6	1,2	4,3	0,5	2,7	3,5	
2021 giu.	107,7	1,9	0,9	2,8	0,7	0,3	0,2	-0,2	0,3	1,3	0,1	1,8	2,5	
lug.	107,6	2,2	0,7	3,3	0,9	0,6	0,3	0,3	1,1	2,0	0,1	2,0	3,5	
ago.	108,0	3,0	1,6	4,5	1,1	0,3	0,2	0,6	0,1	1,0	0,2	2,9	3,5	
set.	108,5	3,4	1,9	4,6	1,7	0,2	0,2	0,2	-0,6	1,4	0,4	3,3	3,6	
ott.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,1	-0,1	5,6	0,3	4,0	4,6	
nov. ³⁾	109,9	4,9	2,6	.	2,7	0,7	0,3	0,8	0,2	2,9	0,5	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione	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
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4
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
2020 4° trim.	1,7	1,2	3,5	-2,4	-0,3	-7,8	1,2	1,2	-0,6	-1,5	0,6	1,3
2021 1° trim.	1,3	1,2	1,7	0,5	0,9	-0,6	1,3	1,2	1,1	-0,4	1,4	1,5
2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
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
2021 giu.	0,5	0,8	-0,3	4,1	1,2	12,6	1,4	1,3	0,7	-0,1	0,1	1,7
lug.	1,6	1,5	1,9	4,3	0,7	14,3	1,4	1,1	1,7	0,7	0,3	1,7
ago.	2,0	1,7	3,0	6,0	2,6	15,4	1,4	1,1	2,3	0,7	1,0	1,6
set.	2,0	1,9	2,6	6,1	2,1	17,6	1,5	1,2	3,3	0,6	1,9	1,5
ott.	1,9	2,1	1,4	7,6	2,0	23,7	1,6	1,2	3,6	1,5	2,3	1,7
nov. ³⁾	2,2	2,3	1,9	.	2,4	27,4	.	.	.	.	.	.

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>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima preliminare.

4 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2018	104,1	3,3	2,4	1,5	2,7	1,0	0,4	0,1	0,6	8,4	2,5	4,9	4,1
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	02,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,3	5,4	1,7
2020 4° trim.	102,6	-1,7	-1,7	0,0	-0,6	0,8	0,0	-0,5	0,7	-6,7	1,6	6,0	-0,9
2021 1° trim.	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,8	2,6	6,1	-1,3
2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,5	7,2	-2,8
3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,4	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	.	.	.
2021 mag.	109,3	9,6	7,2	4,9	9,3	1,8	2,0	1,9	1,3	25,1	-	-	-
giu.	110,9	10,3	7,4	5,6	10,7	2,0	2,4	2,6	1,4	25,5	-	-	-
lug.	113,7	12,4	8,4	6,8	12,8	2,5	2,7	2,8	1,9	30,1	-	-	-
ago.	114,9	13,4	9,2	7,4	14,3	3,1	2,8	2,8	2,2	31,9	-	-	-
set.	118,1	16,1	10,3	8,1	15,2	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	-	-	-
ott.	124,5	21,9	11,8	8,9	16,8	3,9	3,4	3,2	2,8	62,5	-	-	-

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).

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2018	103,6	1,5	1,8	1,5	1,9	1,9	1,5	2,2	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,6	-6,2	5,7
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,3	-2,3
2020	107,1	1,6	1,1	0,5	3,5	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,5	3,4	-0,3	-0,9	-0,1	-1,8
2020 4° trim.	107,4	1,2	0,9	0,0	2,8	0,5	-1,4	-2,6	37,4	4,1	0,1	7,9	-0,5	-6,1	6,2
2021 1° trim.	108,1	1,5	1,6	1,0	2,4	1,1	0,8	0,8	50,4	18,3	9,1	27,3	14,0	5,1	24,6
2° trim.	108,3	0,5	1,5	1,5	-1,3	2,4	4,3	7,0	57,0	38,3	20,1	56,4	35,6	20,2	54,4
3° trim.	109,5	2,7	3,5	2,6	2,9	4,3	7,0	9,5	61,9	31,1	26,2	35,4	32,3	28,2	36,7
2021 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	60,7	38,2	22,2	53,4	35,9	21,9	52,1
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	62,9	36,9	26,8	46,0	36,1	27,4	45,5
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,5	29,8	28,7	30,7	31,6	31,4	31,8
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	26,7	23,1	29,9	29,4	26,0	33,0
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,1	33,7	27,3	39,7	35,2	28,5	42,7
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,8	29,8	30,9	28,7	33,0	35,1	30,8

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.

4 Prezzi e costi

4.4 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	5,6	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7
2018	11,5	7,5	9,6	12,6	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7
2019	4,2	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,3	1,6	-0,8	-5,8	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2020 4° trim.	1,6	2,6	-2,7	-7,8	7,0	56,7	52,6	51,6	48,3
2021 1° trim.	10,7	5,0	-1,8	-3,8	8,1	74,0	54,0	56,5	48,6
2° trim.	30,0	18,2	8,5	15,7	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
3° trim.	37,0	28,0	12,3	26,1	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
2021 giu.	36,0	23,1	10,9	21,9	24,7	88,5	63,2	71,1	55,6
lug.	35,5	26,1	12,2	25,7	31,2	89,2	63,1	71,9	55,4
ago.	37,2	27,3	11,7	27,8	34,4	87,0	63,3	68,6	54,7
set.	38,3	30,6	13,1	24,8	39,3	86,9	65,2	70,4	55,1
ott.	42,3	36,9	16,6	32,7	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
nov.	49,0	44,5	19,8	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8

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

4.5 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	
2018	104,4	2,5	2,3	3,2	2,6	2,3	2,0
2019	106,9	2,4	2,6	2,1	2,4	2,5	2,2
2020	110,2	3,1	3,7	1,2	2,7	3,8	1,8
2020 4° trim.	116,6	2,9	3,4	0,7	2,2	4,2	2,0
2021 1° trim.	104,6	1,3	2,0	-1,0	1,2	1,9	1,4
2° trim.	115,8	-0,2	-0,4	0,8	-0,9	1,6	1,8
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html/html).

4 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	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												
2018	103,4	1,9	1,2	1,5	2,6	2,1	0,1	1,1	3,9	1,5	2,6	2,0
2019	105,3	1,9	-1,0	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,2	2,8	4,7	6,5	0,7	0,3	1,6	5,6	6,3	13,6
2020 4° trim.	109,8	3,7	-0,5	-1,1	3,0	5,4	1,8	1,0	4,9	4,9	6,1	22,4
2021 1° trim.	110,3	1,5	3,2	-3,2	5,1	2,0	0,6	1,1	4,3	3,1	2,8	15,4
2° trim.	108,9	-4,4	7,1	-10,7	-3,1	-7,7	1,1	-2,4	8,7	-2,3	-4,6	-2,1
3° trim.	109,8	1,2	6,0	-1,3	2,1	-0,6	5,0	0,7	4,3	1,0	2,3	0,0
Redditi per occupato												
2018	105,2	2,1	0,9	1,8	2,2	2,0	2,6	2,3	2,9	2,7	1,9	2,9
2019	107,4	2,1	3,2	1,4	1,4	1,6	3,2	2,2	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,7	-0,6	0,5	-2,3	-1,6	-4,6	0,4	-0,3	0,9	-0,3	2,4	-2,6
2020 4° trim.	109,0	0,9	0,2	0,0	1,5	-3,5	1,4	0,7	2,4	1,1	3,3	-0,4
2021 1° trim.	109,4	2,1	2,0	2,0	4,3	-0,8	2,0	3,1	3,1	1,9	2,2	1,2
2° trim.	109,5	7,2	2,7	9,2	9,6	12,9	7,5	1,1	10,2	8,0	2,2	11,1
3° trim.	111,8	3,0	2,2	3,5	1,3	4,4	3,6	1,8	3,9	2,7	2,1	3,1
Produttività del lavoro per occupato												
2018	101,7	0,2	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	2,5	1,2	-1,0	1,1	-0,7	1,0
2019	102,0	0,3	4,2	-0,9	-0,4	0,9	2,4	0,3	-0,2	0,3	-0,3	1,2
2020	97,0	-4,9	1,7	-5,0	-6,0	-10,5	-0,2	-0,5	-0,7	-5,6	-3,7	-14,3
2020 4° trim.	99,3	-2,7	0,7	1,1	-1,4	-8,4	-0,4	-0,4	-2,4	-3,6	-2,6	-18,7
2021 1° trim.	99,2	0,6	-1,2	5,5	-0,8	-2,8	1,4	1,9	-1,2	-1,2	-0,6	-12,3
2° trim.	100,6	12,1	-4,1	22,2	13,2	22,3	6,3	3,5	1,4	10,5	7,0	13,6
3° trim.	101,8	1,8	-3,6	4,9	-0,7	5,0	-1,3	1,1	-0,4	1,6	-0,2	3,2
Redditi per ora lavorata												
2018	104,9	1,9	1,3	1,8	1,5	1,4	2,4	2,3	2,0	2,2	2,2	2,4
2019	107,4	2,3	3,7	1,9	1,7	2,0	3,1	1,8	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,0	5,2	2,7	3,2	4,0	5,9	2,8	1,3	5,6	4,6	4,9	6,8
2020 4° trim.	113,6	5,2	1,9	3,0	3,9	6,1	2,5	1,3	6,1	3,8	4,9	7,1
2021 1° trim.	114,4	3,4	0,8	1,1	1,3	6,2	2,6	1,6	3,3	2,5	1,8	4,6
2° trim.	112,6	-4,5	-2,2	-4,2	-7,2	-6,6	1,6	-3,5	-0,4	-3,0	-2,4	-5,6
3° trim.	113,5	2,0	2,7	1,6	1,5	1,7	2,1	1,5	0,7	0,9	3,1	2,5
Produttività per ora lavorata												
2018	101,9	0,1	-0,5	0,4	-0,9	-0,4	2,4	1,1	-1,7	0,8	-0,5	0,6
2019	102,5	0,6	5,2	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,0	0,8	1,0	0,0	3,0	1,8	6,2	0,2	-0,8	-4,3
2020 4° trim.	104,7	2,1	0,4	4,5	2,2	0,9	1,7	0,9	1,9	-0,1	-0,8	-10,9
2021 1° trim.	104,8	1,7	-3,1	4,6	-4,1	3,4	1,8	0,5	-3,2	-1,0	-1,2	-8,7
2° trim.	104,3	-1,7	-7,9	6,2	-5,3	-0,6	-0,5	-1,8	-13,7	-2,5	1,5	-7,7
3° trim.	104,3	0,8	-2,5	2,9	-0,5	2,6	-3,2	0,6	-3,6	-0,2	0,6	3,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari		Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni				
1	2	3	4	5	6	8	9	10				
Consistenze												
2018	1.164,6	7.112,2	8.276,8	1.126,8	2.299,7	3.426,6	11.703,4	74,9	523,7	63,1	661,7	12.365,1
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	737,3	14.469,2
2020 4° trim.	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	737,3	14.469,2
2021 1° trim.	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,5	2.477,0	3.468,5	13.998,9	109,3	617,9	15,7	743,0	14.741,9
2° trim.	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2
3° trim. ^(p)	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2
2021 mag.	1.411,3	9.254,2	10.665,5	961,1	2.485,8	3.446,9	14.112,4	107,6	614,1	30,8	752,5	14.864,9
giu.	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,2
lug.	1.427,4	9.428,9	10.856,3	931,1	2.490,4	3.421,5	14.277,8	115,7	614,2	34,2	764,2	15.042,0
ago.	1.435,8	9.519,2	10.955,1	914,2	2.487,1	3.401,3	14.356,4	112,7	615,0	35,8	763,5	15.119,9
sett.	1.444,4	9.617,8	11.062,2	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,7	120,4	597,7	37,3	755,4	15.214,2
ott. ^(p)	1.451,7	9.663,2	11.114,9	929,6	2.495,8	3.425,3	14.540,2	132,6	618,6	40,3	791,5	15.331,7
Transazioni												
2018	51,3	467,7	519,1	-74,5	45,4	-29,1	489,9	-0,8	12,6	-4,8	7,0	496,9
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	113,8	0,1	133,4	1.579,8
2020 4° trim.	29,5	279,0	308,5	-29,9	24,6	-5,3	303,3	-2,2	41,3	-6,3	32,9	336,1
2021 1° trim.	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,4	6,9	-18,6	18,1	6,4	258,7
2° trim.	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
3° trim. ^(p)	25,0	254,4	279,3	-34,4	11,7	-22,6	256,7	5,5	-16,0	8,6	-1,9	254,8
2021 mag.	8,9	70,2	79,1	-7,9	2,2	-5,7	73,4	-1,1	0,4	7,5	6,8	80,1
giu.	8,4	89,2	97,6	-26,7	3,7	-23,0	74,6	3,7	-0,3	-3,8	-0,4	74,3
lug.	8,0	77,6	85,6	-5,0	0,9	-4,1	81,5	3,8	0,5	6,8	11,1	92,5
ago.	8,4	81,0	89,4	-17,2	4,7	-12,5	76,8	-3,1	0,8	1,2	-1,1	75,8
sett.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-6,0	98,4	4,8	-17,3	0,6	-11,9	86,5
ott. ^(p)	8,3	46,5	54,7	26,8	2,4	29,1	83,9	12,3	20,9	3,4	36,6	120,4
Variazioni percentuali												
2018	4,6	7,0	6,7	-6,2	2,0	-0,8	4,4	-1,1	2,5	-	1,1	4,2
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
2020 4° trim.	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021 1° trim.	10,1	14,2	13,7	-7,8	4,9	0,9	10,2	-3,6	16,5	-	7,7	10,1
2° trim.	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
3° trim. ^(p)	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5
2021 mag.	9,2	12,1	11,7	-11,5	4,1	-0,8	8,4	9,0	13,2	-	13,3	8,6
giu.	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
lug.	8,9	11,3	11,0	-13,7	3,5	-1,8	7,6	5,0	6,2	-	9,8	7,7
ago.	8,6	11,4	11,0	-12,7	3,3	-1,5	7,8	15,3	7,2	-	12,1	8,0
sett.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,6	0,5	-	6,8	7,5
ott. ^(p)	8,5	11,1	10,7	-12,0	2,9	-1,6	7,5	27,9	3,9	202,5	11,1	7,7

Fonte: BCE.

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

5 Moneta e credito

5.2 Depositi di M3¹⁾

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; 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													
2018	2.335,4	1.902,7	277,2	148,1	7,3	6.646,9	4.036,6	517,5	2.091,3	1,5	992,0	204,6	434,7
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	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2020 4° trim.	2.988,5	2.531,8	310,0	143,5	3,2	7.651,2	4.956,1	437,2	2.257,1	0,9	1.097,1	234,6	501,2
2021 1° trim.	3.060,5	2.609,4	300,2	143,5	7,5	7.813,5	5.104,5	422,0	2.286,1	0,9	1.133,3	217,0	491,1
2° trim.	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
3° trim.	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
2021 mag.	3.066,3	2.623,0	294,7	141,6	6,9	7.870,1	5.161,5	411,6	2.296,2	0,8	1.152,1	228,1	492,1
giu.	3.100,2	2.660,9	290,8	140,0	8,5	7.906,0	5.197,8	407,0	2.300,5	0,7	1.164,8	222,5	494,6
lug.	3.108,6	2.679,9	284,9	135,9	7,8	7.944,3	5.236,6	399,2	2.307,7	0,8	1.186,6	227,3	499,3
ago.	3.128,9	2.707,2	282,4	130,7	8,7	7.988,4	5.282,3	394,6	2.310,8	0,7	1.186,9	227,1	501,9
sett.	3.160,4	2.736,2	283,8	130,9	9,6	8.020,8	5.314,2	388,9	2.317,1	0,7	1.210,6	227,4	515,6
ott. (p)	3.188,0	2.758,2	292,8	128,9	8,2	8.040,2	5.332,4	383,5	2.323,3	1,0	1.244,8	239,8	508,4
Transazioni													
2018	96,7	108,7	-9,7	-1,0	-1,3	327,6	325,8	-45,0	46,1	0,6	-1,6	-3,1	18,2
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	515,7	469,6	55,8	-6,8	-2,9	612,0	560,6	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2020 4° trim.	40,1	59,0	-11,9	-3,3	-3,7	159,1	140,4	-9,5	28,1	-0,1	50,9	-6,0	27,5
2021 1° trim.	67,0	72,8	-9,9	0,0	4,2	160,8	146,1	-15,8	30,5	0,0	27,5	-18,2	-10,0
2° trim.	42,0	53,6	-9,2	-3,4	1,1	93,3	93,9	-14,9	14,4	-0,1	34,2	5,6	3,6
3° trim.	60,9	69,2	-8,0	-1,2	0,9	108,3	111,2	-18,3	15,4	-0,1	44,2	1,9	21,9
2021 mag.	14,0	15,3	0,3	-1,2	-0,4	32,3	35,0	-5,6	3,0	-0,1	14,9	3,6	-1,4
giu.	30,5	35,3	-4,8	-1,5	1,5	34,7	35,4	-4,8	4,2	-0,1	8,2	-6,0	2,5
lug.	16,0	23,3	-5,9	-0,8	-0,7	30,0	33,8	-7,8	4,1	0,0	21,9	4,7	4,7
ago.	18,8	21,0	-2,6	-0,5	0,8	44,8	44,0	-4,6	5,0	0,0	-0,7	-0,2	2,6
sett.	26,1	24,8	0,5	0,1	0,8	33,4	33,0	-5,9	6,4	-0,1	23,0	-2,6	14,7
ott. (p)	28,1	22,4	9,0	-2,0	-1,4	19,5	18,3	-5,3	6,2	0,4	35,0	12,5	-7,2
Variazioni percentuali													
2018	4,3	6,0	-3,4	-0,6	-15,9	5,2	8,8	-8,0	2,3	70,4	-0,2	-1,5	4,4
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	20,7	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2020 4° trim.	20,7	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 1° trim.	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	6,0	40,9	4,6	-5,7	4,1
2° trim.	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
3° trim.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
2021 mag.	9,0	11,7	-5,8	-3,9	48,1	7,9	11,3	-11,3	4,9	-13,4	11,7	-0,1	6,5
giu.	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
lug.	6,8	10,4	-14,2	-5,4	47,1	7,3	10,6	-12,6	4,3	-28,6	14,7	-4,1	4,4
ago.	6,9	10,1	-13,0	-5,6	97,0	7,3	10,7	-12,6	4,1	-27,9	16,6	-1,8	6,1
sett.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	14,9	-6,8	9,1
ott. (p)	7,4	10,5	-10,0	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,2	-0,1	6,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Moneta e credito

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

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; 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	Prestiti corretti ²⁾	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾		A imprese di assicurazione e fondi pensione	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2018	4.678,9	1.010,8	3.656,7	13.410,4	11.119,2	11.480,7	4.404,0	5.741,0	847,9	126,3	1.518,3	772,9
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	1.560,6	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3
2020 4° trim.	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.295,3	4.721,5	6.118,8	911,7	167,8	1.548,1	865,3
2021 1° trim.	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.410,0	4.777,1	6.176,5	953,7	151,6	1.518,4	880,2
2° trim.	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7
2021 mag.	6.148,8	1.002,3	5.144,7	14.463,2	12.067,9	12.417,4	4.747,0	6.215,4	949,0	156,4	1.510,7	884,7
giu.	6.217,4	1.004,1	5.211,7	14.488,0	12.077,6	12.440,5	4.746,7	6.239,8	942,0	149,1	1.523,1	887,2
lug.	6.305,8	1.006,9	5.297,2	14.530,9	12.114,7	12.474,0	4.747,8	6.273,3	945,7	147,9	1.527,9	888,3
ago.	6.347,9	1.004,0	5.342,2	14.556,8	12.137,3	12.492,9	4.759,2	6.292,7	939,4	146,0	1.524,0	895,5
sett.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.774,6	6.311,0	952,2	144,7	1.532,3	896,7
ott. ^(p)	6.393,6	987,4	5.404,6	14.677,4	12.228,9	12.590,0	4.794,2	6.334,3	945,9	154,5	1.553,0	895,5
Transazioni												
2018	91,7	-27,8	119,5	373,3	305,8	381,1	123,7	165,9	-1,4	17,5	88,4	-20,9
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,7	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,4	737,1	538,1	559,4	288,3	209,1	23,8	16,9	170,7	28,2
2020 4° trim.	165,1	-0,3	165,3	145,2	75,0	112,3	-0,6	59,7	5,7	10,1	28,4	41,8
2021 1° trim.	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,8	39,2	-16,4	2,7	8,3
2° trim.	164,2	9,5	154,1	53,3	43,6	51,8	-18,8	75,3	-10,6	-2,4	4,8	5,0
3° trim.	150,2	-5,1	155,2	131,9	117,5	120,4	39,5	65,8	19,1	-7,0	9,6	4,9
2021 mag.	57,2	1,8	55,2	40,3	34,4	26,0	4,2	24,3	1,5	4,4	-1,6	7,5
giu.	63,5	1,9	61,7	22,0	10,2	26,3	1,0	26,0	-9,5	-7,3	9,4	2,4
lug.	62,7	2,8	59,9	44,4	42,6	42,4	14,4	25,3	4,2	-1,2	4,1	-2,3
ago.	51,1	-3,1	54,1	32,6	30,6	29,0	10,3	19,9	2,4	-1,9	-3,1	5,1
sett.	36,4	-4,8	41,2	54,9	44,2	49,0	14,9	20,7	12,5	-3,9	8,5	2,1
ott. ^(p)	3,9	-12,0	45,9	74,7	46,2	58,5	18,9	23,7	-6,1	9,8	32,0	-3,5
Variazioni percentuali												
2018	2,0	-2,7	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,2	16,2	6,1	-2,6
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	2,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2020 4° trim.	2,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021 1° trim.	21,7	-0,8	28,0	4,6	3,6	3,5	4,6	3,8	-1,2	-3,5	10,1	8,3
2° trim.	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6
3° trim.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
2021 mag.	15,4	-0,2	19,3	3,5	2,8	2,7	1,5	4,3	0,5	1,7	5,2	9,6
giu.	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,6
lug.	12,4	1,0	15,1	3,4	3,1	3,0	1,3	4,5	4,2	-4,9	4,5	6,9
ago.	12,1	1,0	14,8	3,2	3,0	3,0	1,0	4,5	5,2	-6,0	2,7	7,1
sett.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,2	1,6	4,3	5,9	-10,1	3,0	7,3
ott. ^(p)	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,3	3,4	1,9	4,3	5,7	-5,7	4,4	7,7

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 Moneta e credito

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; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				2	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2018	4.404,0	4.488,4	990,5	842,3	2.571,1	5.741,0	6.023,6	682,6	4.355,4	703,0
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	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2020 4° trim.	4.721,5	4.839,5	898,1	1.011,3	2.812,1	6.118,8	6.386,6	700,2	4.723,8	694,8
2021 1° trim.	4.777,1	4.897,7	894,4	1.017,8	2.864,9	6.176,5	6.439,5	696,3	4.786,6	693,7
2° trim.	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
3° trim.	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
2021 mag.	4.747,0	4.861,8	872,6	973,7	2.900,7	6.215,4	6.475,0	692,1	4.830,8	692,5
giu.	4.746,7	4.866,6	833,0	971,6	2.942,2	6.239,8	6.498,5	693,7	4.851,8	694,3
lug.	4.747,8	4.860,7	828,2	968,1	2.951,4	6.273,3	6.531,3	695,6	4.874,6	703,1
ago.	4.759,2	4.873,8	828,1	969,4	2.961,7	6.292,7	6.552,2	695,4	4.894,9	702,4
sett.	4.774,6	4.889,7	835,1	972,1	2.967,5	6.311,0	6.569,3	696,6	4.914,4	699,9
ott. ^(p)	4.794,2	4.912,3	859,1	971,0	2.964,1	6.334,3	6.590,2	698,8	4.935,0	700,5
Transazioni										
2018	123,7	175,9	17,3	31,3	75,1	165,9	187,6	41,1	134,1	-9,4
2019	115,0	142,5	-13,1	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,3	324,8	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,9	-11,8	210,6	10,4
2020 4° trim.	-0,6	20,3	-21,6	-1,8	22,8	59,7	64,9	-1,0	59,5	1,2
2021 1° trim.	55,9	58,1	-3,8	6,8	52,9	60,8	58,1	-2,2	63,3	-0,3
2° trim.	-18,8	-22,4	-57,6	-43,2	82,0	75,3	70,6	2,4	72,1	0,9
3° trim.	39,5	43,9	4,0	1,8	33,7	65,8	67,6	4,1	63,9	-2,2
2021 mag.	4,2	-5,2	-0,4	-22,5	27,0	24,3	23,4	1,1	22,9	0,3
giu.	1,0	9,6	-39,9	-1,5	42,3	26,0	24,5	2,1	23,6	0,3
lug.	14,4	10,3	-3,0	-1,2	18,6	25,3	25,0	1,7	23,8	-0,2
ago.	10,3	14,1	0,0	0,8	9,5	19,9	21,3	0,3	20,3	-0,7
sett.	14,9	19,4	7,0	2,3	5,6	20,7	21,4	2,1	19,9	-1,3
ott. ^(p)	18,9	25,2	24,1	-1,6	-3,6	23,7	23,5	2,7	20,2	0,9
Variazioni percentuali										
2018	2,9	4,1	1,8	3,8	3,0	3,0	3,2	6,3	3,2	-1,3
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
2020 4° trim.	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021 1° trim.	4,6	5,3	-9,2	11,1	7,5	3,8	3,3	-1,6	5,0	1,5
2° trim.	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
3° trim.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
2021 mag.	1,5	1,9	-7,8	-2,6	6,2	4,3	3,9	0,7	5,4	0,7
giu.	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,6
lug.	1,3	1,7	-11,4	-3,1	7,2	4,5	4,1	0,4	5,7	0,4
ago.	1,0	1,5	-11,0	-3,8	6,8	4,5	4,2	0,1	5,8	0,2
sett.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
ott. ^(p)	1,9	2,5	-5,0	-3,6	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,1

Fonte: BCE.

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

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

3) Comprende le istituzioni senza fini di lucro 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 Moneta e credito

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 durante il periodo)

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale		Operazioni inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2018	389,1	6.813,8	1.938,6	56,1	2.097,7	2.721,4	1.046,1	432,7	187,0	194,9
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	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2020 4° trim.	744,6	6.961,3	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,5	1.437,6	489,7	130,1	139,2
2021 1° trim.	704,0	6.891,1	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,0	1.409,5	400,7	127,2	130,2
2° trim.	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
3° trim.	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
2021 mag.	698,1	6.839,0	1.869,6	40,7	1.947,2	2.981,6	1.463,6	326,4	133,4	130,8
giu.	680,1	6.847,0	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,1	1.411,2	359,8	123,7	134,5
lug.	686,8	6.889,7	1.860,9	39,4	1.962,6	3.026,7	1.436,9	344,9	133,4	133,2
ago.	708,7	6.873,4	1.851,2	39,0	1.960,7	3.022,5	1.445,8	351,6	125,3	128,4
sett.	690,9	6.856,9	1.850,7	38,7	1.976,4	2.991,1	1.375,2	410,5	139,0	146,0
ott. ^(p)	739,6	6.866,9	1.835,3	38,1	2.005,7	2.987,7	1.396,4	470,7	139,2	146,9
Transazioni										
2018	44,9	49,0	-38,0	-4,9	15,1	76,8	91,8	34,0	16,2	23,6
2019	-25,0	107,9	-5,5	-2,9	28,0	88,3	312,6	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,9	-14,9	-8,0	-101,2	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2020 4° trim.	-48,7	-3,0	-6,9	-0,8	-43,1	47,9	-85,4	59,5	-9,8	-8,1
2021 1° trim.	-40,5	-27,4	-20,9	-0,9	-29,6	24,0	10,9	-120,7	-2,9	-8,9
2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-17,1	-30,0	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	0,5	-18,5	-1,5	8,8	11,8	-44,9	29,0	15,3	11,5
2021 mag.	-21,8	-24,2	-1,0	-0,3	-17,6	-5,3	-10,9	-52,4	0,6	-0,5
giu.	-18,0	21,0	-2,3	-0,5	-2,9	26,7	-40,6	32,4	-9,7	3,7
lug.	6,7	-0,6	-7,6	-0,7	8,1	-0,4	3,5	-12,0	9,7	-1,3
ago.	22,0	-9,4	-10,0	-0,4	-3,9	4,9	4,9	-0,3	-8,0	-4,8
sett.	-17,9	10,5	-1,0	-0,4	4,6	7,3	-53,3	41,2	13,7	17,6
ott. ^(p)	48,7	11,3	-15,1	-0,5	26,4	0,5	8,4	63,4	0,2	0,9
Variazioni percentuali										
2018	12,9	0,7	-1,9	-8,0	0,7	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2020 4° trim.	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021 1° trim.	56,2	-0,3	-1,6	-12,6	-4,1	3,5	-	-	-30,7	-33,7
2° trim.	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
3° trim.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
2021 mag.	5,3	-0,9	-2,7	-9,6	-4,9	3,2	-	-	-32,1	-38,1
giu.	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
lug.	-9,5	-0,5	-3,0	-9,4	-4,0	3,7	-	-	-17,9	-23,5
ago.	-12,0	-0,8	-3,9	-9,4	-3,8	3,5	-	-	-26,5	-27,7
sett.	-12,9	-0,7	-3,6	-9,9	-4,3	3,8	-	-	-0,6	-0,9
ott. ^(p)	-11,3	-0,4	-4,3	-10,5	-1,9	3,4	-	-	-6,4	-4,8

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
2017	-0,9	-1,4	0,1	0,2	0,2	1,0
2018	-0,4	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,0	0,0	0,3	1,0
2020	-7,2	-5,9	-0,4	0,0	-0,9	-5,7
2020 3° trim.	-5,2	.	.	.	.	-3,7
4° trim.	-7,2	.	.	.	.	-5,7
2021 1° trim.	-8,4	.	.	.	.	-6,8
2° trim.	-7,0	.	.	.	.	-5,6

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	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,1	43,3	9,9	5,3	1,9	22,4	3,8
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	3,7
2020	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2020 3° trim.	46,6	46,1	13,0	12,8	15,5	0,4	51,8	47,6	10,5	5,8	1,6	24,8	4,2
4° trim.	46,6	46,1	13,0	12,8	15,6	0,5	53,8	49,2	10,7	6,0	1,5	25,5	4,6
2021 1° trim.	46,5	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
2° trim.	46,3	45,8	12,8	12,8	15,5	0,5	53,3	48,7	10,5	5,9	1,5	25,0	4,6

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

(in percentuale del PIL; consistenze 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
2017	87,5	3,2	14,5	69,9	48,0	32,0	39,5	8,6	78,9	16,4	28,9	42,3	85,7	1,8
2018	85,5	3,1	13,7	68,7	47,9	32,2	37,7	8,1	77,5	16,0	28,3	41,2	84,1	1,5
2019	83,6	3,0	12,9	67,6	45,2	30,4	38,4	7,6	75,9	15,6	27,7	40,3	82,2	1,4
2020	97,3	3,2	14,2	79,9	54,6	39,1	42,7	11,3	86,0	19,1	31,5	46,7	95,6	1,7
2020 3° trim.	96,6	3,1	13,9	79,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	97,3	3,2	14,2	79,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 1° trim.	100,0	3,2	14,1	82,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	98,3	3,1	13,9	81,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2017	-2,5	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,2	-0,4	-1,3	1,0
2018	-2,0	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-1,0	0,8
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	5,8	9,6
2020 3° trim.	11,3	3,7	3,0	3,2	2,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	0,0	4,6	8,5
4° trim.	13,8	5,7	2,3	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	5,8	9,6
2021 1° trim.	14,3	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,3	5,5	10,3
2° trim.	3,9	5,6	-1,3	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,9	-0,3	5,8

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) Calcolato 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 ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	11,0	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
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
2020 3° trim.	15,8	14,4	4,7	1,4	0,3	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,2	0,1	0,8
4° trim.	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 1° trim.	15,7	14,2	5,5	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2° trim.	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
2021 mag.	15,7	14,3	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,1	2,1	-0,1	0,6
giu.	15,5	14,1	5,2	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
lug.	15,4	14,1	5,2	1,3	0,3	7,9	1,6	0,5	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
ago.	15,4	14,0	5,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
set.	15,6	14,2	4,7	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
ott.	14,6	13,3	4,0	1,4	0,3	8,0	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	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									
2017	-0,7	1,3	-0,5	-0,3	0,6	-3,0	-3,0	-2,4	1,9
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,5	-2,3	-2,2	-3,5
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-2,9	-3,1	-1,5	1,3
2020	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2020 3° trim.	-7,1	-2,8	-4,0	-3,4	-5,5	-8,2	-7,2	-7,4	-4,2
4° trim.	-9,1	-4,3	-5,6	-4,9	-10,1	-11,0	-9,1	-9,6	-5,7
2021 1° trim.	-8,8	-5,8	-5,6	-5,6	-12,6	-11,6	-10,5	-10,2	-7,4
2° trim.	-6,4	-5,2	-4,3	-4,4	-11,2	-8,7	-9,2	-8,9	-6,2
Debito pubblico									
2017	102,0	64,7	9,1	67,8	179,5	98,6	98,1	134,2	92,9
2018	99,9	61,3	8,2	63,1	186,4	97,5	97,8	134,4	98,4
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	95,5	97,5	134,3	91,1
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2020 3° trim.	112,0	69,1	19,1	61,2	199,8	114,1	115,4	154,2	116,0
4° trim.	112,8	68,7	19,0	58,4	205,7	120,0	115,0	155,6	115,3
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,4	209,0	125,3	117,9	159,6	121,4
2° trim.	113,7	69,7	19,6	59,1	207,2	122,8	114,6	156,3	112,0

	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2017	-0,8	0,4	1,4	3,2	1,3	-0,8	-3,0	-0,1	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,5	3,0	1,9	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,5	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2020 3° trim.	-3,5	-4,1	-2,6	-7,0	-2,5	-4,5	-4,2	-4,9	-4,0	-4,1
4° trim.	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,5
2021 1° trim.	-6,6	-7,2	-2,5	-10,0	-5,8	-10,6	-7,0	-8,2	-6,4	-6,0
2° trim.	-7,0	-5,4	-0,6	-8,6	-4,2	-8,5	-5,8	-6,4	-6,2	-4,4
Debito pubblico										
2017	39,0	39,1	21,8	47,7	56,9	78,5	126,1	74,2	51,6	61,2
2018	37,1	33,7	20,8	43,6	52,4	74,0	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	59,5
2020	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,5
2020 3° trim.	44,4	45,4	26,2	51,5	55,1	78,5	131,6	77,8	60,2	67,2
4° trim.	43,2	46,6	24,8	53,4	54,3	83,2	135,2	79,8	60,1	69,5
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,5	54,9	87,0	139,1	84,9	60,1	70,4
2° trim.	43,3	44,6	26,2	59,5	54,2	86,2	135,4	80,0	61,4	69,4

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 15 dicembre 2021.

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-21-008-IT-N (online)