



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 3 / 2022



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	19
4 Andamenti del mercato finanziario	24
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	28
Riquadri	36
1 Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio	36
2 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	40
3 Le recenti determinanti del risparmio delle famiglie secondo la distribuzione della ricchezza	43
4 I salari minimi e il loro ruolo per la crescita salariale nell'area dell'euro	49
5 A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?	55
6 Il ruolo delle speculazioni nel recente aumento dei prezzi delle quote di emissioni nell'UE	65
7 La graduale revoca delle misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie introdotte in seguito alla pandemia	71
Articoli	76
1 Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione	76
2 Disuguaglianza economica e fiducia dei cittadini nella Banca centrale europea	92
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

L'aggressione della Russia in Ucraina sta causando enormi sofferenze. Sta avendo inoltre ripercussioni sull'economia, in Europa e oltre. Il conflitto e l'incertezza a esso associata stanno incidendo pesantemente sulla fiducia delle imprese e dei consumatori. Le turbative nell'interscambio si stanno traducendo in nuove carenze di materiali e input. L'impennata dei prezzi dell'energia e delle materie prime sta riducendo la domanda e sta frenando la produzione. L'andamento dell'economia dipenderà in maniera decisiva dall'evoluzione del conflitto, dall'impatto delle sanzioni in vigore e da eventuali ulteriori misure. Allo stesso tempo, l'attività economica continua a essere sostenuta dalla riapertura dell'economia dopo la fase critica legata alla pandemia. L'inflazione è aumentata in misura significativa e si manterrà elevata nei prossimi mesi, soprattutto a causa del brusco incremento dei costi dell'energia. Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate in molti settori.

Nella riunione del 14 aprile 2022 il Consiglio direttivo ha ritenuto che i dati pervenuti dopo la riunione di marzo abbiano rafforzato le sue attese, in base alle quali gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) dovrebbero concludersi nel terzo trimestre. In futuro, la politica monetaria della BCE dipenderà dai nuovi dati e dall'evolversi della valutazione delle prospettive. Nelle attuali condizioni, caratterizzate da elevata incertezza, il Consiglio direttivo manterrà un approccio aperto a tutte le opzioni, graduale e flessibile nella conduzione della politica monetaria. Intraprenderà qualsiasi azione si renda necessaria per adempiere il mandato della BCE di perseguire la stabilità dei prezzi e per contribuire a preservare la stabilità finanziaria.

Attività economica

Agli inizi del 2022 l'attività economica mondiale ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta: i dati delle indagini segnalano che sulle economie avanzate l'impatto esercitato dalla variante Omicron del coronavirus (COVID-19) potrebbe essere soltanto di breve durata. Tuttavia, la guerra tra Russia e Ucraina e le nuove misure introdotte in Asia per far fronte alla pandemia dovrebbero gravare sull'economia mondiale e stanno determinando nuove carenze di materiali e input. La situazione geopolitica e la pandemia, inoltre, esercitano un effetto frenante sul commercio. Nel contempo, è probabile che il ritardo con cui dovrebbero attenuarsi i problemi lungo le catene di approvvigionamento e l'impatto economico della guerra intensifichino le spinte inflazionistiche a livello mondiale. Gli effetti sull'inflazione dovrebbero essere più significativi nelle economie emergenti (EME) rispetto alle economie avanzate, dato il maggior peso delle materie prime nei loro panieri di consumo.

Nell'ultimo trimestre del 2021 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,3 per cento. Secondo le stime, nel primo trimestre del 2022 la crescita sarebbe rimasta debole, soprattutto per effetto delle restrizioni dovute alla pandemia.

Diversi fattori indicano un ritmo di crescita lento anche nel periodo a venire. La guerra sta già gravando sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, anche attraverso l'incertezza che comporta. Con i bruschi rincari dell'energia e delle materie prime, le famiglie si trovano a sostenere un costo della vita più elevato e le imprese devono far fronte a maggiori costi di produzione. La guerra ha creato nuove strozzature, mentre le nuove misure introdotte in Asia per far fronte alla pandemia alimentano problemi lungo le catene di approvvigionamento. Alcuni settori incontrano difficoltà crescenti nel reperire gli input, con conseguenti interruzioni della produzione. Tuttavia, si ravvisano anche fattori compensativi a sostegno della ripresa in atto, come gli interventi fiscali di ristoro e la possibilità per le famiglie di attingere ai risparmi accumulati durante la pandemia. La riapertura dei settori più colpiti da quest'ultima e la solidità del mercato del lavoro, caratterizzato da un maggior numero di occupati, continueranno inoltre a sorreggere i redditi e la spesa.

Il sostegno delle politiche monetaria e di bilancio resta cruciale, soprattutto in questa difficile situazione geopolitica. In aggiunta, il successo nell'attuazione dei piani di investimento e riforma nel quadro del programma Next Generation EU accelererà le transizioni energetica ed ecologica. Ciò dovrebbe contribuire a rafforzare la crescita e la capacità di tenuta dell'area dell'euro nel lungo periodo.

Inflazione

A marzo l'inflazione è salita al 7,5 per cento, dal 5,9 di febbraio. Le quotazioni dell'energia, sospinte al rialzo dopo lo scoppio della guerra, si collocano attualmente su un livello del 45 per cento superiore a quello segnato un anno fa e continuano a rappresentare la principale determinante dell'elevato tasso di inflazione. Gli indicatori ricavati dal mercato suggeriscono che i prezzi dell'energia rimarranno elevati nel breve periodo, per poi registrare una certa moderazione. Anche i prezzi dei beni alimentari hanno segnato un brusco incremento per effetto degli accresciuti costi di trasporto e di produzione, in particolare le più alte quotazioni dei fertilizzanti, che sono in parte riconducibili alla guerra in Ucraina.

I rincari sono divenuti più diffusi. I costi dell'energia spingono al rialzo i prezzi in molti settori. Anche le strozzature dell'offerta e la normalizzazione della domanda al riaprirsi dell'economia continuano a esercitare pressioni verso l'alto sui prezzi. Negli ultimi mesi le misure dell'inflazione di fondo sono salite su livelli superiori al 2 per cento. La persistenza dell'aumento di questi indicatori è incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei connessi alla pandemia e degli effetti indiretti dei più elevati corsi energetici.

Il mercato del lavoro continua a segnare miglioramenti: a febbraio il tasso di disoccupazione è sceso al minimo storico del 6,8 per cento. Le offerte di lavoro in molti settori segnalano ancora una solida domanda di manodopera, sebbene la dinamica salariale si confermi complessivamente modesta. Nel corso del tempo,

il ritorno dell'economia al pieno utilizzo della capacità produttiva dovrebbe sostenere una più rapida crescita delle retribuzioni. Benché varie misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati finanziari e dalle indagini presso gli esperti si collochino in larga parte attorno al 2 per cento, i primi segnali di revisioni di tali misure al di sopra dell'obiettivo richiedono un attento monitoraggio.

Valutazione dei rischi

I rischi al ribasso per le prospettive di crescita sono considerevolmente aumentati per effetto della guerra in Ucraina. Sebbene siano diminuiti i rischi legati alla pandemia, la guerra potrebbe incidere in misura ancora maggiore sul clima di fiducia e aggravare ulteriormente le limitazioni dal lato dell'offerta. I costi dell'energia persistentemente elevati, insieme alla perdita di fiducia, potrebbero deprimere la domanda e frenare i consumi e gli investimenti in misura superiore al previsto.

Si sono inoltre intensificati i rischi al rialzo per le prospettive di inflazione, soprattutto nel breve termine. Nel medio periodo tali rischi sono rappresentati da variazioni delle aspettative di inflazione superiori all'obiettivo, aumenti salariali maggiori rispetto a quanto previsto e un peggioramento duraturo delle condizioni dal lato dell'offerta. Tuttavia, un eventuale indebolimento della domanda nel medio termine ridurrebbe le pressioni sui prezzi.

Condizioni finanziarie e monetarie

I mercati finanziari hanno evidenziato un'elevata volatilità dall'inizio della guerra e dall'imposizione delle sanzioni. I tassi di interesse di mercato sono aumentati per effetto delle variate prospettive per la politica monetaria, del contesto macroeconomico e della dinamica dell'inflazione. I costi della provvista bancaria hanno continuato a crescere. Allo stesso tempo non si sono finora registrate gravi tensioni sui mercati monetari, né carenze di liquidità nel sistema bancario dell'area dell'euro.

Pur restando su livelli contenuti, i tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno iniziato a riflettere l'incremento dei tassi di interesse di mercato. I prestiti alle famiglie, in particolare quelli per l'acquisto di abitazioni, evidenziano una buona tenuta. I flussi di credito alle imprese si sono stabilizzati.

L'ultima indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che nel primo trimestre dell'anno i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni sono divenuti nel complesso più restrittivi, in relazione ai maggiori timori degli intermediari circa i rischi cui è esposta la clientela nel contesto di incertezza. Ci si attende un ulteriore inasprimento di tali criteri nei prossimi mesi, via via che le banche terranno conto dell'impatto economico avverso dell'aggressione della Russia all'Ucraina e dei rincari dei beni energetici.

Conclusioni

In sintesi, la guerra in Ucraina sta esercitando gravi ripercussioni sull'economia dell'area dell'euro e ha accresciuto significativamente l'incertezza. L'impatto della guerra sull'economia dipenderà dall'evoluzione del conflitto, dall'effetto delle sanzioni in vigore e da eventuali ulteriori misure. L'inflazione è aumentata in misura significativa e si manterrà elevata nei prossimi mesi, soprattutto a causa del brusco incremento dei costi dell'energia. Il Consiglio direttivo presta molta attenzione alle attuali incertezze e tiene sotto stretta osservazione i dati più recenti con riferimento alle loro implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine. La calibrazione delle politiche della BCE continuerà a essere guidata dai dati e rifletterà l'evolversi della valutazione delle prospettive da parte del Consiglio. Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti nell'ambito del proprio mandato, in maniera flessibile se necessario, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine.

Decisioni di politica monetaria

Nella riunione di politica monetaria del 14 aprile 2022 il Consiglio direttivo ha confermato che gli acquisti netti mensili nel quadro del PAA saranno pari a 40 miliardi di euro ad aprile, a 30 miliardi di euro a maggio e a 20 miliardi di euro a giugno. Ha ritenuto che i dati pervenuti dopo l'ultima riunione abbiano rafforzato le sue attese, in base alle quali gli acquisti netti nell'ambito del PAA dovrebbero concludersi nel terzo trimestre. La calibrazione degli acquisti netti per il terzo trimestre sarà guidata dai dati e rifletterà l'evolversi della valutazione delle prospettive da parte del Consiglio.

Il Consiglio direttivo intende inoltre continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale permangono invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,50 per cento.

Qualsiasi modifica dei tassi di interesse di riferimento della BCE avverrà qualche tempo dopo la conclusione degli acquisti netti di attività nel quadro del PAA da parte del Consiglio direttivo e sarà graduale. Il profilo dei tassi di interesse di riferimento della BCE continuerà a essere determinato dalle indicazioni prospettive (forward guidance) del Consiglio direttivo e dal suo impegno strategico a stabilizzare l'inflazione al 2 per cento nel medio periodo. Il Consiglio direttivo si attende, pertanto, che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano sui livelli attuali finché non vedrà l'inflazione raggiungere il 2 per cento ben prima della fine dell'orizzonte di proiezione e in maniera durevole per la restante parte dello stesso, e finché non riterrà che i progressi conseguiti dall'inflazione di fondo siano sufficientemente

avanzati da essere coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, 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 caso di ulteriore frammentazione dei mercati 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 nel quadro del PEPP potrebbero anche essere ripresi, se necessario, per contrastare gli shock negativi connessi alla pandemia.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle operazioni nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) non ostacoli l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Inoltre, esaminerà regolarmente la maniera in cui le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'orientamento della politica monetaria. Come annunciato, il Consiglio direttivo si attende che le condizioni specifiche delle OMRLT-III cessino di essere applicate a giugno di quest'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 gli strumenti nell'ambito del proprio mandato, in maniera flessibile se necessario, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. 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 e a rendere più efficaci gli sforzi del Consiglio direttivo tesi al raggiungimento del suo obiettivo. Nell'ambito del mandato del Consiglio direttivo, 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.

Contesto esterno

Agli inizi del 2022 l'attività economica mondiale ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta: i dati delle indagini indicano che nelle economie avanzate l'impatto esercitato dalla variante Omicron del coronavirus (COVID-19) potrebbe essere soltanto di breve durata. Tuttavia, ci si attende che la guerra tra Russia e Ucraina e le nuove misure relative alla pandemia adottate in Asia gravino sull'economia mondiale e stiano comportando nuove carenze di materiali e input. La situazione geopolitica e la pandemia stanno esercitando inoltre un freno sul commercio. Nel contempo, è probabile che il ritardo nell'allentamento delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento e l'impatto economico della guerra intensifichino le spinte inflazionistiche a livello mondiale. L'impatto sull'inflazione dovrebbe essere più significativo nelle economie emergenti (EME) rispetto a quelle avanzate, dato il maggior peso delle materie prime nei loro panieri di consumo.

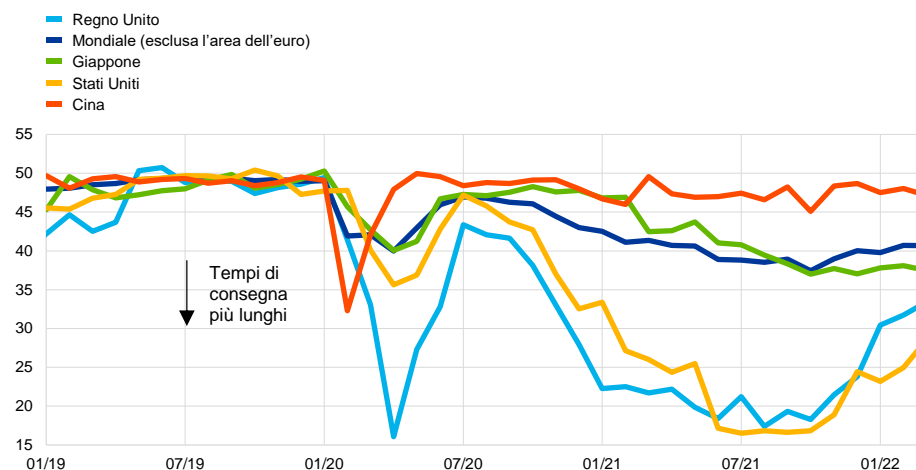
Ci si attende che la guerra russo-ucraina e le nuove misure relative alla pandemia adottate in Asia gravino sull'attività nel breve termine. All'inizio del 2022, prima dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, gli indicatori ricavati dalle indagini segnalavano una crescita moderata. L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è tornato a salire in febbraio, dopo il netto calo di gennaio, a indicare che l'impatto dell'ondata di contagi dovuta alla variante Omicron nelle economie avanzate sarebbe stato di breve durata. Tuttavia, il PMI composito è diminuito in marzo, pur rimanendo in territorio espansivo, per effetto di un marcato calo in Russia e, in misura minore, in Cina. È probabile che la guerra in atto in Ucraina e le relative sanzioni imposte alla Russia gravino sull'economia mondiale attraverso i rincari delle materie prime e il peggioramento del clima di fiducia, come dimostra il deterioramento degli indici del clima di fiducia tra i consumatori nelle principali economie. A loro volta, questi fattori potrebbero ridurre i consumi e gli investimenti, in particolare nel secondo trimestre. Nonostante tali fattori avversi e l'elevata incertezza riguardo le prospettive mondiali, l'attività dovrebbe continuare a seguire un andamento espansivo, benché più moderato, nel 2022.

I recenti andamenti mondiali stanno causando nuove carenze di materiali e di input. Il recente allentamento delle strozzature lungo la filiera produttiva è proseguito, con il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori che a marzo si è collocato, sorprendentemente, su valori al rialzo nel Regno Unito e negli Stati Uniti (cfr. il grafico 1). Ciò potrebbe riflettere un proseguimento della ripresa dopo il rallentamento determinato dalla variante Omicron, al volgere dell'anno. Tuttavia, altri dati a più elevata frequenza, come i movimenti delle navi e i prezzi del trasporto marittimo, indicano che la recente attenuazione delle turbative lungo le catene di approvvigionamento è attualmente ostacolata dall'impatto avverso su produzione e trasporti del conflitto russo-ucraino e della recrudescenza dei casi di COVID-19 con le nuove misure legate alla pandemia adottate in Asia.

Grafico 1

PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indici di diffusione)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2022.

Anche la situazione geopolitica e la pandemia stanno esercitando un effetto frenante sull'interscambio.

Gli indicatori a elevata frequenza segnalano una moderazione dell'interscambio mondiale a marzo, inclusa una significativa riduzione del numero di approdi di navi commerciali nei porti russi e ucraini, rispetto alla media del 2021, a causa della guerra e delle relative sanzioni imposte alla Russia. Molte imprese private hanno lasciato la Russia o interrotto le relazioni con essa, in seguito all'imposizione delle prime sanzioni. È probabile che tali boicottaggi stiano già gravando sul commercio. Al contempo, i nuovi focolai di COVID-19 in Asia, unitamente alle festività per il Capodanno lunare e alle recenti misure di chiusura (lockdown) in Cina, hanno contribuito ai modesti volumi registrati nel commercio marittimo da tale paese. A febbraio i movimenti delle navi hanno registrato un calo anche in altre regioni, tra cui il Nord America. In prospettiva i flussi commerciali potrebbero indebolirsi ulteriormente nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno, con le sanzioni nei confronti della Russia che continuano a compromettere l'attività commerciale.

È probabile che le rinnovate tensioni lungo le catene di approvvigionamento e l'impatto economico della guerra pongano rischi al ribasso per l'inflazione a livello mondiale.

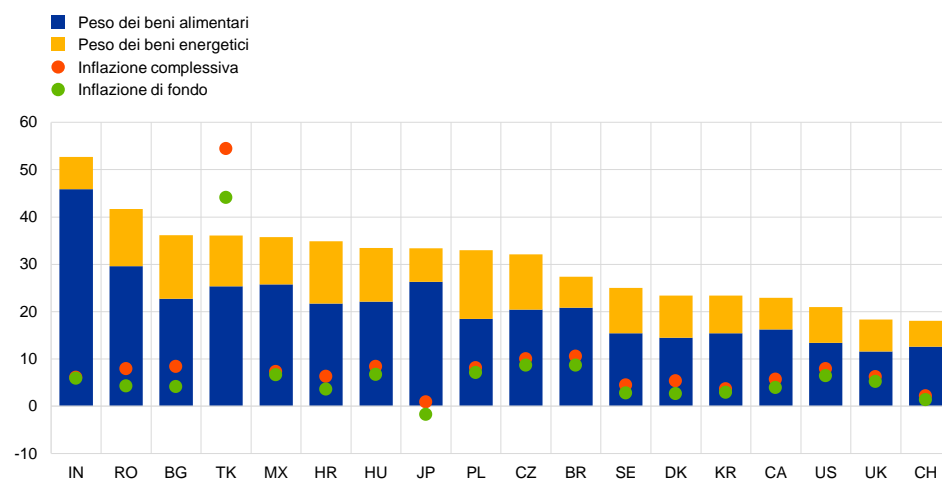
A febbraio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è salita al 7,7 per cento, mentre l'inflazione al netto di beni alimentari ed energetici è aumentata al 5,5 per cento. Il contributo di beni alimentari ed energetici ha rappresentato circa un terzo dell'aumento complessivo, mentre i restanti due terzi sono costituiti dall'inflazione di fondo. In prospettiva, l'inflazione nei paesi dell'OCSE potrebbe essere spinta ulteriormente verso l'alto dai rincari delle materie prime registrati a partire da gennaio. Le economie emergenti, come India, Messico e Turchia, potrebbero registrare aumenti ancora più marcati dell'inflazione complessiva, dato il maggior peso delle materie prime nei panieri dei

consumi di questi paesi (cfr. il grafico 2). Le economie avanzate, come Canada, Regno Unito e Stati Uniti, appaiono meno vulnerabili.

Grafico 2

Inflazione al consumo e pesi di beni alimentari ed energetici nel paniere dei consumi

(variazioni percentuali sui dodici mesi, febbraio 2022; valore percentuale dei pesi negli indici IPC/IAPC)



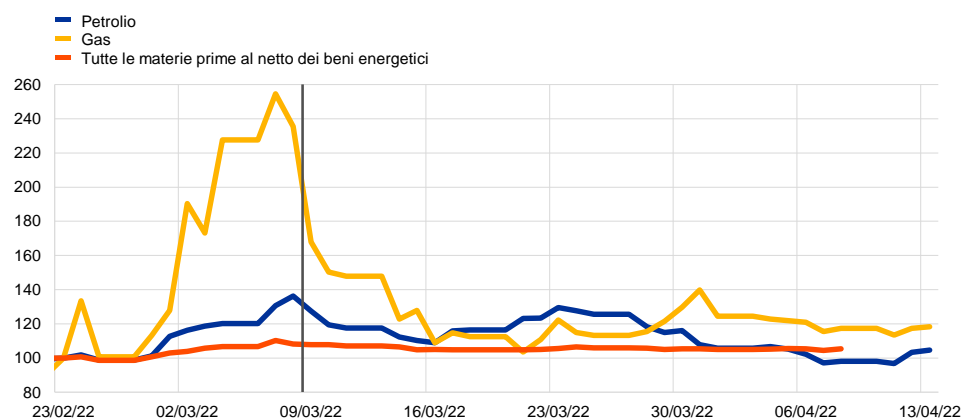
Fonti: istituti nazionali di statistica tramite Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022. Gli indici IAPC sono riportati per i paesi dell'UE.

I prezzi delle materie prime sono diminuiti dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo, tuttavia rimangono sensibili ai rischi dal lato dell'offerta a causa della guerra in Ucraina. In un contesto di elevata volatilità, i corsi petroliferi sono diminuiti del 18 per cento dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo. Ciò è dovuto in parte alla decisione degli Stati Uniti di svincolare, per i prossimi sei mesi, 1 milione di barili di petrolio al giorno provenienti da riserve strategiche, nonché ulteriori 330 mila barili al giorno detenuti da altri membri dell'Agenzia internazionale per l'energia, e ai rischi al ribasso per la domanda derivanti dalle recenti misure di chiusura (lockdown) in Cina. Mentre la controversia tra la Russia e i paesi del G7 e dell'Unione Europea sulla denominazione valutaria dei pagamenti per le forniture di gas desta nuove preoccupazioni riguardo alle importazioni di tale combustibile dalla Russia, i prezzi del gas sono diminuiti del 30 per cento, in ragione del fatto che i mercati sembrano evidenziare segnali di sollievo poiché le esportazioni di gas in Europa da parte della Russia non sono diminuite dopo l'invasione dell'Ucraina. I prezzi delle materie prime non energetiche sono lievemente diminuiti (del 2 per cento) dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo, con l'attenuarsi dei timori di potenziali carenze dal lato dell'offerta dovute alla guerra e la presenza di rischi al ribasso per la domanda di metalli dovuti alle misure di chiusura in Cina. Tuttavia, i prezzi delle materie prime rimangono, in generale, al di sopra dei livelli osservati prima dell'invasione russa in Ucraina (cfr. il grafico 3). La guerra pone rischi significativi dal lato dell'offerta, dal momento che la Russia è uno dei principali paesi esportatori di un'ampia gamma di materie prime, inclusi petrolio, gas, alluminio, fertilizzanti e frumento.

Grafico 3

Andamenti dei prezzi delle materie prime dall'invasione russa dell'Ucraina

(indice: 23 febbraio 2022 = 100)



Fonti: Refinitiv, HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "gas" si riferisce al prezzo del gas TTF olandese. La linea verticale indica la data della riunione del Consiglio direttivo di marzo 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2022.

Negli Stati Uniti l'attività economica dovrebbe rallentare nel primo trimestre del 2022, per poi riprendere vigore nel secondo.

Sebbene l'ondata della variante Omicron si stia affievolendo, dall'ultimo trimestre del 2021 l'esaurirsi del sostegno fiscale, insieme ai livelli elevati dell'inflazione, ha determinato una diminuzione del reddito disponibile reale. Di conseguenza la spesa per consumi, in particolare nelle famiglie a basso reddito, potrebbe essersi ridotta all'inizio dell'anno in corso, anche per effetto dell'impatto della guerra sui prezzi delle materie prime. Ciononostante, i bilanci delle famiglie sono nel complesso favorevoli e si prevede che per il resto dell'anno la crescita economica sia sostenuta da un mercato del lavoro solido e da un elevato livello di redditi nominali. Nel contempo, le condizioni nel mercato del lavoro rimangono tese, in un contesto di carenza di manodopera che ha determinato maggiori pressioni salariali. In marzo l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita all'8,5 per cento, mentre l'inflazione di fondo è aumentata al 6,5 per cento. I prezzi dei beni energetici si confermano una determinante significativa dell'inflazione, insieme alle strozzature dal lato dell'offerta, che stanno esercitando pressioni sui prezzi dei beni. Anche i prezzi dei servizi sono cresciuti, con l'aumento in corso degli affitti e una ripresa delle tariffe dei servizi di trasporto. In risposta alle condizioni tese del mercato del lavoro e all'elevata inflazione, il Federal Reserve System nella riunione di marzo ha aumentato il proprio tasso obiettivo e adottato un orientamento di politica monetaria più restrittivo.

In Cina la massima incidenza di casi di COVID-19 registrata dall'inizio della pandemia probabilmente frenerà la crescita nel breve periodo.

Sebbene l'attività economica sia apparsa relativamente sostenuta a gennaio e febbraio, il brusco aumento del numero di casi di COVID-19 a marzo ha portato a diffusi provvedimenti di chiusura (lockdown) che stanno frenando la crescita in misura significativa. I lockdown imposti a livello locale dalle autorità potrebbero causare interruzioni a importanti catene di approvvigionamento. La diminuzione della congestione del traffico in città portuali e finanziarie di primaria importanza, quali Shanghai e Shenzhen, che rappresentano circa un sesto delle esportazioni cinesi, suggerisce

che la dinamica della crescita abbia rallentato alla fine del primo trimestre. In presenza di un perdurante aumento di casi e con la chiusura delle città principali è probabile che l'economia continui a rallentare nel secondo trimestre del 2022.

In Giappone la ripresa dell'attività economica si è attenuata all'inizio del 2022 con il diffondersi della variante Omicron. I dati ad alta frequenza suggeriscono che il brusco aumento dei casi di COVID-19 dall'inizio dell'anno e l'introduzione di misure quasi da stato di emergenza in molte prefetture abbiano contribuito a un calo della spesa per consumi e del clima di fiducia in gennaio e febbraio. Allo stato attuale ci si attende che l'impatto negativo della variante Omicron sull'attività economica sia di breve durata, considerando che i casi di COVID-19 hanno raggiunto il picco agli inizi di febbraio e le misure di emergenza sono state revocate a marzo. In febbraio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,9 per cento, trainata dal rincaro dei beni energetici e, in misura minore, dei beni alimentari, mentre l'inflazione di fondo è aumentata lievemente a -1,8 per cento. Quest'ultima continua a essere frenata dai bruschi cali delle tariffe di telefonia mobile registrati l'anno precedente, dopo che il governo ha chiesto ai gestori di diminuire le proprie commissioni. Con il venir meno di questo fattore dai dati sui dodici mesi, ci si attende che i tassi di inflazione aumentino verso l'obiettivo del 2 per cento.

Nel Regno Unito l'economia è in rapida ripresa dopo l'impatto della variante Omicron, ma l'aumento dell'inflazione ha iniziato a pesare sulla fiducia dei consumatori. Il PIL in termini reali ha rallentato in febbraio dopo essere salito oltre le attese in gennaio, registrando un aumento pari allo 0,1 per cento sul mese precedente. Mentre l'attività economica è stata sostenuta principalmente da un incremento nei servizi ai consumatori, è diminuita nei settori manifatturiero e delle costruzioni. In prospettiva, il deterioramento del clima di fiducia dei consumatori segnala un marcato rallentamento della crescita. A seguito dell'impennata dell'inflazione, dell'aumento dei tassi di interesse e dell'inasprimento della politica di bilancio, le famiglie nutrono crescenti timori circa le loro prospettive di reddito. In marzo, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo è salita al 7,0 per cento, trainata principalmente dalla componente energetica e coadiuvata anche dai prezzi degli arredi e delle dotazioni domestiche e dal settore ricettivo. Al contempo, l'inflazione di fondo è aumentata al 5,7 per cento. La Bank of England ha innalzato i tassi di riferimento dallo 0,50 allo 0,75 per cento nella riunione di politica monetaria di marzo, tenendo conto delle condizioni tese del mercato del lavoro e dei persistenti segnali di significative pressioni interne sui prezzi.

La recente impennata dei prezzi delle materie prime dovrebbe pesare sulle prospettive di crescita delle economie emergenti che ne importano.

Il deterioramento delle ragioni di scambio nelle economie emergenti importatrici di materie prime, soprattutto nei principali paesi manifatturieri asiatici, sta generando un effetto negativo sul reddito che grava sull'attività economica. Inoltre, gli importatori di materie prime con disavanzi di conto corrente, quali India e Turchia, potrebbero essere colpiti in misura più incisiva se gli investitori esteri non fossero disposti a finanziare i maggiori disavanzi necessari a consentire loro tali importazioni. Per contro, nelle principali economie emergenti esportatrici di materie

prime, quali Arabia Saudita, Iran e Nigeria, i rincari di queste ultime dovrebbero attutire l'impatto negativo del calo della domanda estera e degli aumenti dei prezzi di altre materie prime. Le azioni di politica monetaria nelle economie emergenti sono rimaste eterogenee nelle ultime settimane, di riflesso ai diversi andamenti dell'inflazione. Mentre alcuni paesi, quali il Brasile, il Messico e il Sud Africa, hanno continuato ad aumentare i tassi di riferimento, altri, fra cui India e Indonesia, li hanno mantenuti costanti.

2 Attività economica

L'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2021. Secondo le stime, la crescita sarebbe rimasta debole durante il primo trimestre del 2022, soprattutto per effetto delle restrizioni dovute alla pandemia.

L'aggressione della Russia all'Ucraina sta causando enormi sofferenze. Ha inoltre ripercussioni sull'economia, in Europa e oltre. La guerra sta già gravando sulla fiducia delle imprese e dei consumatori, anche attraverso l'incertezza che comporta. Con i bruschi rincari dei beni energetici e delle materie prime, le famiglie si trovano a sostenere un costo della vita più elevato e le imprese stanno facendo fronte all'incremento dei costi di produzione. La guerra ha creato nuove strozzature, mentre le recenti misure collegate alla pandemia in Asia contribuiscono alle difficoltà nelle catene di approvvigionamento. Alcuni settori incontrano maggiori problemi nel reperire gli input, con conseguenti interruzioni della produzione. Tuttavia, vi sono anche fattori compensativi che sorreggono la ripresa in atto, come gli interventi fiscali di ristoro e la possibilità per le famiglie di attingere ai risparmi accumulati durante la pandemia. Inoltre, la riapertura di quei settori che sono stati più colpiti dalla pandemia e il vigore del mercato del lavoro, a fronte della crescita degli occupati, continueranno a sostenere i redditi e la spesa.

Il sostegno delle politiche monetaria e di bilancio rimane cruciale, soprattutto in questa difficile situazione geopolitica. In aggiunta, il successo nell'attuazione dei piani di investimento e riforma nel quadro del programma Next Generation EU accelererà le transizioni energetica ed ecologica. Ciò dovrebbe contribuire alla crescita e alla capacità di tenuta dell'area dell'euro nel lungo periodo.

La crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro ha rallentato nell'ultimo trimestre del 2021, dopo il maggiore dinamismo osservato nei due trimestri precedenti.

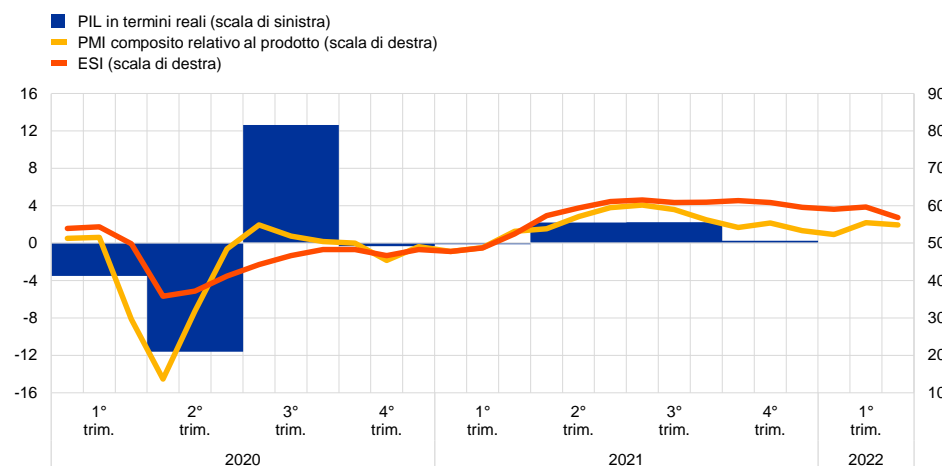
Nel quarto trimestre dello scorso anno la crescita del prodotto ha subito una moderazione, attestandosi allo 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo aver registrato valori più positivi nel secondo e terzo trimestre (cfr. il grafico 4).

Tale risultato è in linea con la stima rapida. Il PIL è attualmente superiore dello 0,2 per cento rispetto al picco precedente la pandemia osservato nell'ultimo trimestre del 2019 e l'effetto di trascinamento sulla crescita di quest'anno è stimato all'1,9 per cento. La domanda interna e la variazione delle scorte hanno fornito un contributo positivo alla crescita nel quarto trimestre, mentre l'interscambio netto ha avuto un impatto negativo. Nello stesso periodo l'aumento del prodotto ha interessato tutti i paesi, nonostante il calo in Germania. La stima più recente per il 2021 colloca la crescita del PIL al 5,3 per cento, il maggiore incremento annuo dall'inizio degli anni '70. Dal lato della produzione, nel quarto trimestre il valore aggiunto totale è salito dello 0,1 per cento sul trimestre precedente. Il valore aggiunto nell'industria al netto delle costruzioni è rimasto invariato, come nel settore dei servizi, mentre in quello delle costruzioni è aumentato dell'1,1 per cento.

Grafico 4

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e ridefinito in modo da ricalcare la media e la deviazione standard dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per il PIL in termini reali e a marzo 2022 per il PMI e l'ESI.

Ci si attende che la crescita sia rimasta debole nel primo trimestre del 2022 in un contesto caratterizzato dall'ondata pandemica causata dalla variante Omicron, dall'ulteriore aumento dei costi energetici e dall'invasione russa dell'Ucraina.

La decelerazione dell'attività nel quarto trimestre dello scorso anno e le aspettative di una crescita che si confermerebbe modesta nei primi tre mesi di quest'anno sono in linea con le nuove restrizioni imposte per contrastare la rapida diffusione della variante Omicron del coronavirus. Sebbene ciò riguardi principalmente i servizi, l'invasione russa dell'Ucraina avrà anche conseguenze negative per l'attività complessiva nel breve periodo, in particolare nel settore industriale. Inoltre, mentre le turbative lungo la catena di approvvigionamento causate dalla pandemia avevano mostrato alcuni segnali di allentamento prima dello scoppio della guerra, vi sono state indicazioni di un riacutizzarsi delle strozzature, ad esempio in conseguenza di una nuova serie di misure collegate alla pandemia in Asia. In aggiunta, gli elevati costi dell'energia stanno esercitando un effetto negativo sul potere di acquisto delle famiglie e stanno ostacolando ulteriormente i consumi privati e l'attività economica. Le informazioni provenienti da società operanti nel settore non finanziario in generale confermano questa rappresentazione complessiva delle prospettive a breve termine (cfr. il riquadro 2 in questo numero del Bollettino).

I dati più recenti avvalorano l'ipotesi di una crescita contenuta all'inizio di quest'anno. A gennaio 2022 il livello della produzione industriale è rimasto invariato rispetto a dicembre 2021, collocandosi su un livello superiore dell'1,6 per cento rispetto alla media del quarto trimestre. Tuttavia, l'impatto degli attuali sviluppi in Ucraina è riscontrabile nei dati delle indagini più recenti. Ad esempio, il PMI composito relativo al prodotto è sceso a 54,9 a marzo, dal 55,5 di febbraio, solo per effetto di un indebolimento del settore manifatturiero. Al tempo stesso, l'indice PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori, che coglie le interruzioni lungo la catena di

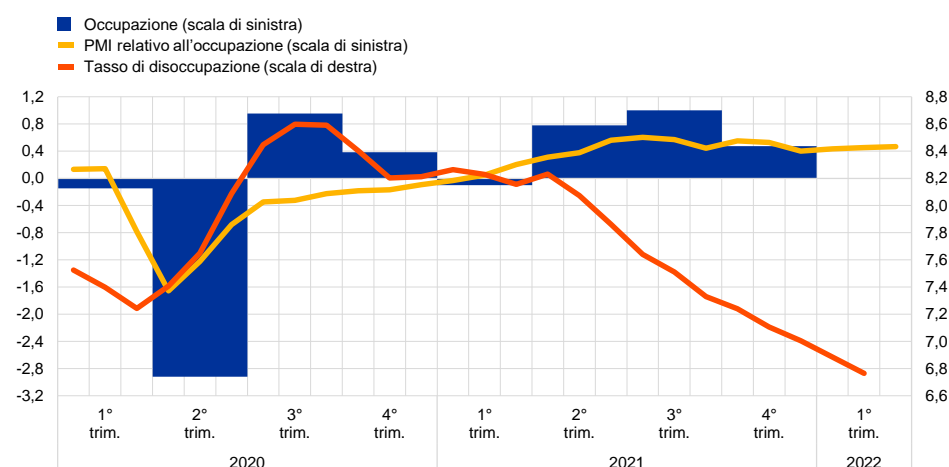
approvvigionamento nel settore manifatturiero, è nuovamente peggiorato, tornando al livello osservato alla fine del 2021. Inoltre, l'indicatore composito delle aspettative delle imprese su un orizzonte di dodici mesi è diminuito bruscamente a marzo, registrando il secondo calo più consistente a partire dalla sua introduzione nel 2012. Anche l'ESI è calato bruscamente nello stesso mese sulla scia dell'invasione dell'Ucraina. La sua media per il primo trimestre è stata inferiore a quella del quarto trimestre del 2021, ma ancora superiore sia alla media di lungo periodo sia al livello precedente la pandemia. Il clima di fiducia si è indebolito in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro nel mese di marzo. Secondo l'ultima [indagine presso i previsori professionali](#) (Survey of Professional Forecasters), condotta dalla BCE agli inizi di aprile, la crescita trimestrale dell'area dell'euro si attesterebbe allo 0,2 per cento nel primo trimestre, rappresentando una netta revisione al ribasso rispetto all'indagine precedente, condotta ai primi di gennaio.

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sta continuando a diminuire, sebbene il totale delle ore lavorate rimanga al di sotto dei livelli precedenti la pandemia. A febbraio 2022 il tasso di disoccupazione si è attestato al 6,8 per cento, 0,1 punti percentuali in meno rispetto a gennaio e circa 0,6 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 5). A seguito dell'attenuarsi delle misure di contenimento legate alla pandemia, a febbraio 2022 i lavoratori interessati da misure di integrazione salariale rappresentavano l'1,3 per cento delle forze di lavoro, in calo rispetto all'1,6 per cento circa di dicembre 2021. I dati più recenti di contabilità nazionale indicano che nel quarto trimestre del 2021 il totale delle ore lavorate è rimasto al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, soprattutto nei settori industriale e dei servizi di mercato, riflettendo le misure di integrazione salariale ancora in corso.

Grafico 5

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

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



Fonti: Eurostat, IHS Markit ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso come deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per l'occupazione, a marzo 2022 per l'indice PMI e a febbraio 2022 per il tasso di disoccupazione.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro hanno continuato a migliorare nel primo trimestre, in presenza di alcuni primi segnali di indebolimento in futuro.

Il PMI composito mensile relativo all'occupazione ha raggiunto il 54,7 a marzo, 0,2 punti in più rispetto a febbraio, mantenendosi quindi al di sopra del livello soglia di 50 che indica un'espansione dell'occupazione. Il PMI relativo all'occupazione ha segnato una ripresa significativa rispetto al minimo storico di aprile 2020 e ora si colloca in territorio espansivo da 14 mesi consecutivi. Per quanto riguarda gli andamenti dei diversi settori, a marzo l'indice PMI relativo all'occupazione per il settore manifatturiero ha segnalato un indebolimento, mentre quello per il settore dei servizi ha continuato a indicare una robusta crescita dell'occupazione. Nel contempo, i dati più recenti dell'indagine della Commissione europea sulle aspettative di occupazione delle imprese e sulle aspettative di disoccupazione dei lavoratori mostrano che l'invasione russa dell'Ucraina potrebbe gravare sulla dinamica del mercato del lavoro già nel secondo trimestre del 2022.

Dopo una contrazione alla fine del 2021, ci si attende che i consumi privati siano rimasti deboli all'inizio di quest'anno in presenza di bruschi rincari dei beni energetici e di elevati livelli di incertezza.

Mentre la revoca delle restrizioni dovute alla pandemia ha sostenuto l'attività, in particolare nel settore dei servizi, l'impennata dei prezzi dei beni energetici che ha fatto seguito all'invasione russa dell'Ucraina sta intaccando il reddito disponibile reale delle famiglie e sta deteriorando il clima di fiducia dei consumatori. In tale contesto, la fiducia dei consumatori a marzo è scesa al livello più basso dall'inizio della pandemia. Al contempo, l'ultima indagine della Commissione europea presso i consumatori indica che le attese delle famiglie circa la propria situazione economica e finanziaria nei prossimi dodici mesi sono nettamente peggiorate a seguito dell'aumento dell'inflazione e della crescente incertezza riguardo alla guerra in Ucraina. Anche se l'accresciuta incertezza potrebbe indurre le famiglie ad aumentare il risparmio a scopo precauzionale, il rincaro molto brusco dei beni energetici potrebbe essere in parte attutito, a livello aggregato, da una decrescita del risparmio in eccesso. Ciò è sostenuto dalle recenti evidenze di marzo che indicano un calo delle intenzioni di risparmio delle famiglie nei prossimi dodici mesi (come indicato dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori), insieme a una diminuzione del tasso di risparmio al 13,3 per cento nel quarto trimestre del 2021, in calo dal 15 per cento del terzo trimestre. Nondimeno, i costi dell'energia persistentemente elevati, unitamente alla perdita di fiducia, potrebbero limitare i consumi nel breve periodo (cfr. l'articolo 1 di questo Bollettino per informazioni più dettagliate sul modo in cui i prezzi dei beni energetici influiscono sui consumi privati) e rendere la ripresa più fragile e disomogenea. È probabile che ciò gravi sulle famiglie a basso reddito, in quanto tendono a spendere una quota maggiore del proprio reddito per l'energia e hanno accumulato minori risparmi durante la pandemia (cfr. il riquadro 3 di questo Bollettino). Nel medio periodo i consumi privati dovrebbero rimanere la principale determinante della crescita economica, beneficiando delle solide condizioni di fondo dovute alla riapertura delle economie e al continuo miglioramento del mercato del lavoro.

Gli investimenti delle imprese dovrebbero essere ulteriormente aumentati nel primo trimestre del 2022, ma le prospettive sono divenute più incerte.

Nel quarto trimestre del 2021 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati del 6,3 per cento sul trimestre precedente, a causa sia delle attività immateriali – soprattutto, ma non solo, in Irlanda – sia dei trasporti e di altri macchinari e attrezzature. Per quanto riguarda il primo trimestre del 2022, a gennaio la produzione di beni di investimento era superiore dell'1,7 per cento rispetto al livello medio del quarto trimestre del 2021. Tale incremento, unitamente ai robusti dati ricavati dalle indagini sulle attese di ordinativi e produzione per gran parte del primo trimestre, nonché alla domanda di prestiti positiva, seppur in calo, indica un aumento degli investimenti nel primo trimestre dell'anno. In prospettiva, l'incertezza è aumentata ed è probabile che l'invasione russa dell'Ucraina freni gli investimenti per effetto dei maggiori costi dell'energia, dell'intensificarsi delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento e delle crescenti insicurezze. Nel contempo, la crescita degli investimenti delle imprese sarà sostenuta dall'elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, nonché dai finanziamenti nell'ambito del programma Next Generation EU volto a sostenere la digitalizzazione, le attività di R&S, le infrastrutture e la transizione verso un'economia verde.

Gli investimenti in edilizia residenziale hanno continuato a essere sostenuti dalla forte domanda nel primo trimestre, mentre i vincoli dal lato dell'offerta dovrebbero aumentare a causa della guerra.

Dopo una ripresa degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2021, diversi indicatori di breve periodo segnalano un proseguimento di tale slancio nel primo trimestre del 2022. Ad esempio, il prodotto nel settore delle costruzioni a gennaio è stato superiore del 3,0 per cento rispetto alla media del quarto trimestre. Nel contempo, il PMI relativo al prodotto nell'edilizia residenziale è salito ulteriormente, in media, in territorio espansivo nel primo trimestre e l'indicatore della Commissione europea relativo alle recenti tendenze dell'attività nel settore delle costruzioni è aumentato in misura significativa. Secondo i dati sui vincoli alla produzione, ricavati dalle indagini, la ripresa nel settore delle costruzioni è stata trainata da un calo dei vincoli legati alla domanda, mentre quelli dal lato dell'offerta sono aumentati a causa della carenza di manodopera e materiali. Al tempo stesso, tuttavia, l'invasione dell'Ucraina ha determinato un elevato grado di incertezza riguardo alle prospettive per gli investimenti in edilizia residenziale nel secondo trimestre. Da un lato, è probabile che il protrarsi della guerra acuisca la carenza di materiali e l'aumento dei costi degli input, ostacolando così il prodotto delle costruzioni, come riflesso dal fatto che a marzo il PMI relativo alle aspettative delle imprese in tale settore è entrato in una fase di contrazione. Dall'altro lato, tuttavia, l'ingente ammontare di liquidità detenuto dalle famiglie e l'attuale dinamismo dei prezzi delle abitazioni potrebbero sostenere ulteriormente la domanda.

L'interscambio dell'area dell'euro a gennaio ha continuato a recuperare, ma le prospettive a breve termine sono notevolmente peggiorate.

A gennaio le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno segnato una ripresa dopo il calo di dicembre, mentre le importazioni dall'esterno dell'area hanno continuato ad aumentare. Il saldo dei beni è rimasto in disavanzo a causa dei maggiori costi delle importazioni di beni energetici. Mentre i dati sul commercio di gennaio segnalavano un allentamento delle strozzature lungo le catene di approvvigionamento, sostenendo la crescita delle esportazioni, a marzo, a indicare

che tale miglioramento potrebbe essersi arrestato, si è osservato un aumento delle quantità di beni bloccati nei porti mondiali e un incremento dei costi del trasporto marittimo a seguito delle misure di chiusura (lockdown) dovute alla pandemia in Cina e dell'invasione dell'Ucraina. A marzo gli indicatori anticipatori delle esportazioni nel settore manifatturiero sono passati in una fase di contrazione a causa del calo della domanda dovuto all'invasione dell'Ucraina e delle sanzioni imposte alla Russia. Analogamente, il PMI relativo agli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi ha iniziato a segnalare una contrazione nonostante l'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia. Tuttavia, gli indicatori delle prenotazioni nel settore dei viaggi segnalano una prosecuzione della ripresa prima della stagione estiva, soprattutto per quanto riguarda i viaggi all'interno dell'area dell'euro.

Sebbene diversi fattori indichino un rallentamento della crescita nel prossimo periodo, vi sono anche fattori di segno opposto a sostegno della ripresa

in atto. I risultati dell'ultima indagine presso i previsori professionali mostrano previsioni di crescita del PIL riviste al ribasso sia per il 2022 sia per il 2023 rispetto all'edizione precedente. Sebbene la guerra sia un importante fattore che grava sulle prospettive riguardanti l'economia dell'area dell'euro, vi sono altri fattori che dovrebbero sostenere la ripresa in atto, come ad esempio gli interventi fiscali di ristoro e la possibilità per le famiglie di attingere ai risparmi accumulati durante la pandemia. Inoltre, la riapertura di quei settori che sono stati più colpiti dalla pandemia e il vigore del mercato del lavoro, a fronte della crescita degli occupati, continueranno a sostenere i redditi e la spesa. Il sostegno delle politiche monetaria e di bilancio resta cruciale soprattutto in questa difficile situazione geopolitica. In aggiunta, il successo nell'attuazione dei piani di investimento e riforma nel quadro del programma Next Generation EU accelererà le transizioni energetica ed ecologica. Ciò dovrebbe contribuire alla crescita e alla capacità di tenuta dell'area dell'euro nel lungo periodo.

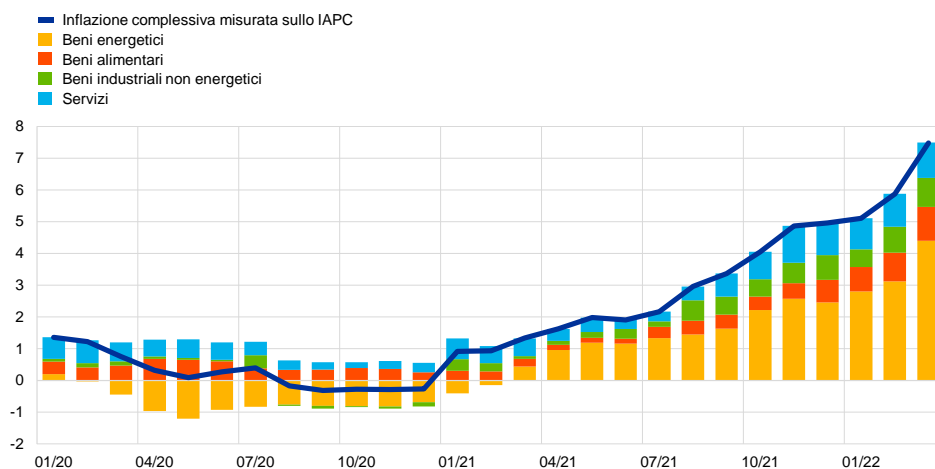
3 Prezzi e costi

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a marzo l'inflazione è salita al 7,5 per cento, dal 5,9 per cento di febbraio. I prezzi dell'energia sono stati sospinti al rialzo dopo lo scoppio della guerra e, a marzo, si sono collocati su un livello superiore del 45 per cento a quello segnato un anno fa. Le quotazioni dell'energia hanno continuato a rappresentare la principale determinante dell'elevato tasso di inflazione complessiva. Gli indicatori ricavati dal mercato suggeriscono che i corsi dell'energia rimarranno alti nel breve periodo, per poi registrare un'attenuazione. Anche i prezzi dei beni alimentari hanno segnato un brusco incremento, per effetto degli elevati costi di trasporto e di produzione, soprattutto delle più alte quotazioni dei fertilizzanti, in parte legati alla guerra in Ucraina. I rincari sono divenuti più diffusi. I costi dell'energia spingono al rialzo i prezzi in molti settori. Anche le strozzature dell'offerta e la normalizzazione della domanda al riaprirsi dell'economia stanno continuando a esercitare pressioni verso l'alto sui prezzi. Negli ultimi mesi le misure dell'inflazione di fondo sono salite su livelli superiori al 2 per cento. La persistenza dell'aumento di questi indicatori è incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei connessi alla pandemia e degli effetti indiretti dei più elevati corsi dell'energia.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a marzo 2022 l'inflazione misurata sullo IAPC ha segnato un ulteriore brusco rialzo, raggiungendo il 7,5 per cento (cfr. il grafico 6). Tale marcato incremento, pari a 1,6 punti percentuali da febbraio, ha in parte riflesso l'impatto della guerra in Ucraina. A tale riguardo, l'aumento dell'inflazione complessiva è stato principalmente determinato dagli elevati prezzi dei beni energetici, sebbene abbiano segnato un'espansione anche la componente alimentare e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Quest'ultima è cresciuta del 3,0 per cento a marzo, di riflesso alle dinamiche dei prezzi dei servizi e dei beni industriali non energetici.

Grafico 6 Inflazione complessiva e relative componenti

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



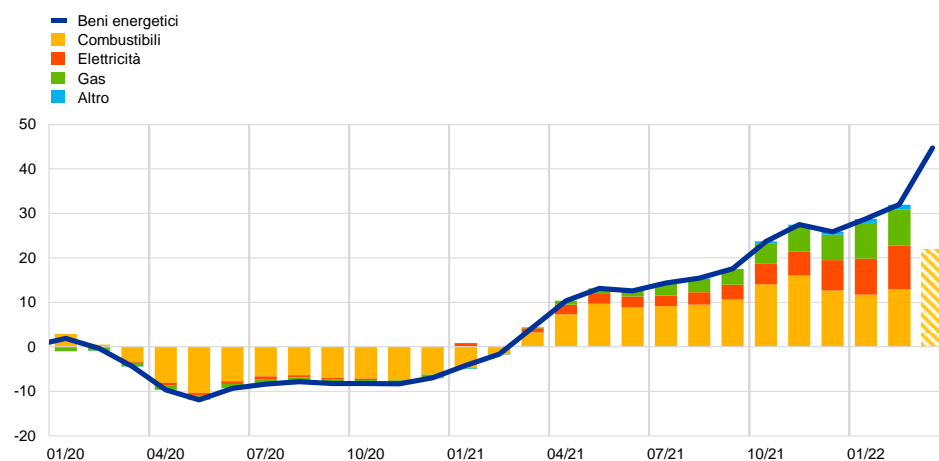
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2022.

L'inflazione dei beni energetici ha raggiunto un nuovo massimo storico, salendo al 44,7 per cento a marzo, dal 32,0 per cento del mese precedente (cfr. il grafico 7). Tutti i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'energia osservati da settembre 2021 sono stati i più elevati mai registrati dall'istituzione dell'unione monetaria. I dati fino a febbraio suggeriscono che le tariffe di gas ed elettricità sono state le principali determinanti dell'aumento dell'inflazione dei beni energetici nei primi mesi del 2022, in un contesto in cui i prezzi dell'elettricità hanno in parte riflesso i rincari di altre materie prime energetiche. A marzo anche il costo elevato dei carburanti per i mezzi personali di trasporto, assieme agli alti margini di raffinazione e distribuzione, avrebbe verosimilmente apportato un più ampio contributo. I fattori alla base degli ultimi rincari dei beni energetici sono connessi all'invasione russa dell'Ucraina e ai connessi timori di possibili interruzioni nell'offerta di energia. Negli ultimi mesi, inoltre, il rialzo dei corsi energetici ha probabilmente contribuito all'incremento di altre componenti dello IAPC, tra cui quelle dei beni alimentari e dei beni industriali non energetici (pari, rispettivamente, al 5,0 e al 3,4 per cento a marzo), dal momento che l'energia è un input per la produzione e per la distribuzione. Anche la guerra in Ucraina sta esercitando pressioni al rialzo sulle quotazioni dei beni alimentari, perché sia la Russia sia l'Ucraina sono importanti esportatori di cereali, nonché di minerali utilizzati per la produzione di fertilizzanti. Le crescenti pressioni sui prezzi al consumo dell'energia sono state in parte attenuate dalle misure fiscali introdotte dai governi dell'area dell'euro.

Grafico 7

Inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni relative all'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC si riferiscono a marzo 2022. Il contributo in punti percentuali dei carburanti per marzo 2022 è una stima degli esperti della BCE basata sui dati del [bollettino petrolifero settimanale](#) della Commissione europea pubblicati il 4 aprile. Le ultime osservazioni relative alle restanti serie si riferiscono a febbraio 2022.

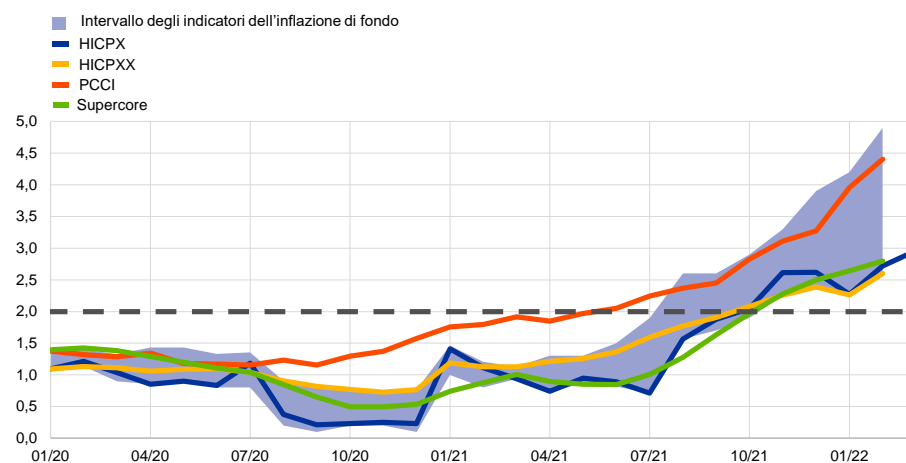
Negli ultimi mesi le misure dell'inflazione di fondo sono salite su livelli superiori al 2 per cento, ma la persistenza dell'aumento di questi indicatori è incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei connessi alla pandemia e degli effetti indiretti dei corsi dell'energia. Le misure dell'inflazione che cercano di rimuovere l'impatto di componenti volatili e fattori temporanei hanno continuato ad aumentare negli ultimi mesi (cfr. il grafico 8). L'inflazione misurata sullo

IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici è salita al 3,0 per cento a marzo, dal 2,7 per cento di gennaio. I dati relativi ad altre misure dell'inflazione di fondo sono disponibili solo fino a febbraio. In quel mese l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature, nonché dei beni energetici e alimentari (HICPXX), è salita al 2,6 per cento, dal 2,3 per cento di gennaio, quando aveva segnato una temporanea moderazione. Nello stesso periodo, la componente comune e persistente dell'inflazione (persistent and common component of inflation, PCCI) ricavata dai modelli è aumentata al 4,4 per cento, dal 4,0 per cento di gennaio (mentre, al netto dell'energia, essa è salita al 2,7 per cento dal 2,4 per cento di gennaio). Anche l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, ha registrato un rialzo, collocandosi al 2,8 per cento, dal 2,6 per cento di gennaio. La persistenza dell'aumento di questi indicatori è incerta, in considerazione del ruolo dei fattori temporanei connessi alla pandemia e degli effetti indiretti dei più elevati corsi dell'energia. In prospettiva, l'andamento dei salari sarà un fattore chiave per la dinamica futura dell'inflazione di fondo. Gli ultimi dati disponibili (per il quarto trimestre del 2021) hanno continuato a indicare una crescita sul periodo corrispondente relativamente moderata sia delle retribuzioni contrattuali (1,6 per cento) sia delle retribuzioni effettive; la crescita del reddito per ora lavorata è stata pari all'1,1 per cento e quella del reddito per occupato ha toccato il 3,5 per cento, sebbene quest'ultima abbia subito una notevole distorsione verso l'alto a causa dell'impatto delle misure di integrazione salariale.

Grafico 8

Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

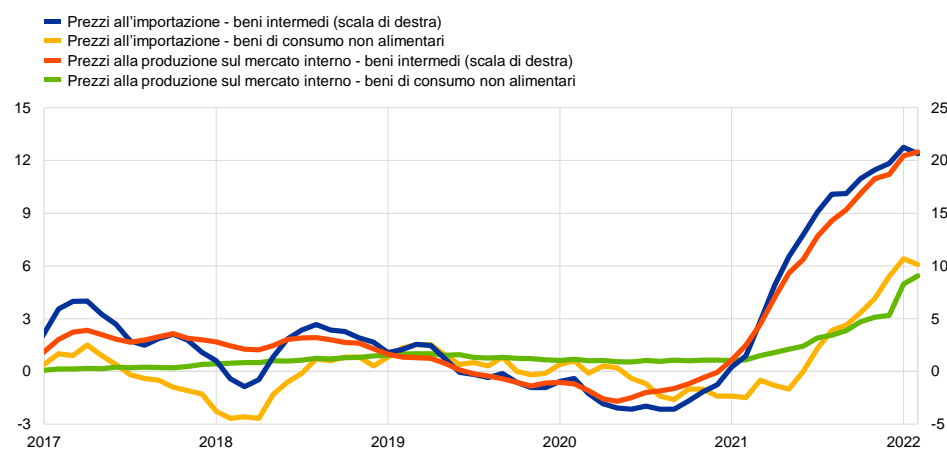
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie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

Le pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici hanno continuato ad accumularsi e i relativi indicatori hanno raggiunto massimi storici, pur continuando a riflettere solo in parte l'impatto della guerra in Ucraina (cfr. il grafico 9). A febbraio le pressioni dal lato dei costi hanno continuato ad aumentare rispetto a un anno fa, trainate dai rincari delle materie prime a livello mondiale e, in particolare, dei beni energetici. Anche le

interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e la ripresa della domanda a livello mondiale hanno contribuito alle pressioni sui costi degli input. Per quanto concerne i primi stadi della catena di formazione dei prezzi, a febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi di quelli alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno ha raggiunto il 20,8 per cento, in aumento dal 20,5 per cento del mese precedente. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è lievemente diminuito dal massimo storico del 21,1 per cento raggiunto a gennaio, segnando il 20,7 per cento a febbraio. Le pressioni stanno caratterizzando in modo più intenso anche gli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi: a febbraio la variazione dei prezzi alla produzione sul mercato interno di beni di consumo non alimentari ha toccato il nuovo massimo storico del 5,4 per cento, in rialzo rispetto al 5,0 per cento del mese precedente. L'inflazione all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha segnato una moderazione, collocandosi al 6,1 per cento a febbraio, dopo il 6,4 per cento segnato a gennaio. Tali andamenti dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni di consumo non alimentari implicano che è improbabile che le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici dello IACP si attenuino nel prossimo futuro.

Grafico 9 Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

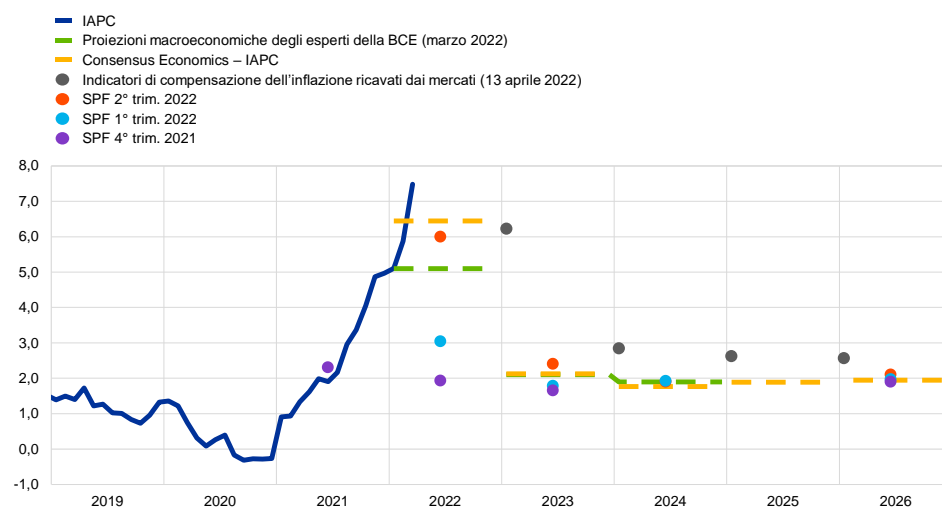
Benché varie misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati finanziari e dalle indagini presso gli esperti si collochino in larga parte attorno al 2 per cento, i primi segnali di revisioni di tali misure al di sopra dell'obiettivo richiedono un attento monitoraggio. Attualmente le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (che stimano i futuri tassi di inflazione sui dodici mesi per lo IACP al netto dei tabacchi) suggeriscono che nell'area dell'euro l'inflazione toccherà il valore massimo dell'8 per cento circa nel terzo trimestre del 2022. Ci si attende che entro la fine del 2022 l'inflazione scenda lievemente al di sotto del 7 per cento, oltre un punto percentuale in più rispetto a quanto stimato al momento della riunione del Consiglio direttivo di marzo, per poi collocarsi lievemente al di sopra del 2,5 per cento nel 2025. Inoltre, le misure di

compensazione dell'inflazione a più lungo termine hanno ulteriormente superato l'obiettivo della BCE: il tasso swap a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è aumentato di 23 punti base nel periodo in esame, raggiungendo livelli superiori al 2,3 per cento per la prima volta dalla metà del 2013. Nel complesso, i mercati stanno incorporando nei prezzi un incremento più persistente dell'inflazione nell'area dell'euro. Tuttavia, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto contengono premi per il rischio di inflazione che compensano l'incertezza a essa relativa. Attualmente si ritiene che tali premi siano positivi e ciò implica che, secondo le stime, le aspettative di inflazione effettive sarebbero inferiori e più prossime al 2 per cento rispetto ai semplici dati relativi alle misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al secondo trimestre del 2022, condotta tra il 1° e il 4 aprile, le aspettative medie di inflazione a più lungo termine (per il 2026) sono ulteriormente cresciute, attestandosi al 2,1 per cento, dal 2,0 per cento dell'edizione di gennaio.

Grafico 10

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 presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE* ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indicatori delle serie di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati sono basati sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2022. L'indagine presso i previsori professionali relativa al secondo trimestre del 2022 è stata condotta tra il 1° e il 4 aprile 2022. I dati di Consensus Economics sono aggiornati al 10 gennaio 2022 per il 2024, il 2025 e il 2026 e al 14 marzo 2022 per il 2022 e il 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 2 marzo 2022.

Nel periodo in esame (dal 10 marzo al 13 aprile 2022) è proseguita la ripresa dei mercati finanziari mondiali rispetto ai netti cali registrati dopo l'invasione russa dell'Ucraina. Nel complesso la propensione al rischio è in qualche misura aumentata. L'inclinazione della curva a termine dello euro short-term rate (€STR) si è ulteriormente accentuata, anticipando a settembre 2022 la data implicita nei mercati per un primo aumento di 25 punti base dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Ciò ha seguito l'annuncio di marzo del Consiglio direttivo in merito alla revisione del calendario degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) per i prossimi mesi e al fatto che tali acquisti si concluderebbero nel terzo trimestre dell'anno, se i prossimi dati sostenessero le aspettative secondo cui le prospettive di inflazione a medio termine non si indeboliranno neppure dopo la loro conclusione. Dopo la stessa riunione il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato che eventuali modifiche dei tassi di interesse di riferimento della BCE avrebbero luogo successivamente rispetto alla conclusione degli acquisti netti nell'ambito del PAA e sarebbero gradualmente. I rendimenti dei titoli di Stato a più lungo termine sono aumentati considerevolmente per tutto il periodo in esame su entrambe le sponde dell'Atlantico, mentre le variazioni dei differenziali sui titoli di Stato sono rimaste molto contenute. I mercati delle attività rischiose dell'area dell'euro hanno in larga misura recuperato le perdite accumulate dall'inizio della guerra, in un contesto in cui i differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie si sono notevolmente ridotti e le quotazioni azionarie sono aumentate considerevolmente nel periodo in esame. L'euro ha continuato a indebolirsi su base ponderata per l'interscambio.

I segmenti a breve e medio termine della curva a termine dell'€STR si sono spostati nettamente verso l'alto dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo, indicando che gli operatori di mercato avevano rivisto in modo significativo le proprie aspettative di un primo aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

L'inclinazione della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) basato sul tasso di riferimento €STR a breve termine si è notevolmente accentuata dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo, invertendo il sostanziale appiattimento osservato poco dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. L'aumento dell'inclinazione suggerisce che gli operatori di mercato hanno rivisto le proprie aspettative di politica monetaria sullo sfondo delle crescenti pressioni inflazionistiche e dell'annuncio da parte del Consiglio direttivo di aver rivisto il calendario degli acquisti netti nell'ambito del PAA e di avere intenzione di concluderli nel terzo trimestre, nel caso in cui i prossimi dati sostengano le aspettative secondo cui le prospettive di inflazione a medio termine non si indeboliranno neppure dopo la loro conclusione. La data implicita nelle previsioni di mercato per un primo aumento dei tassi di riferimento di 25 punti base è stata anticipata a settembre 2022, quasi due mesi prima rispetto alla data indicata al momento della riunione del Consiglio direttivo di marzo. L'€STR si è collocato in media a -58 punti base nel periodo in esame, mentre la liquidità in eccesso è aumentata approssimativamente di 68 miliardi di euro, raggiungendo i 4.545 miliardi.

I rendimenti delle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati considerevolmente dalla riunione di marzo del Consiglio direttivo, di

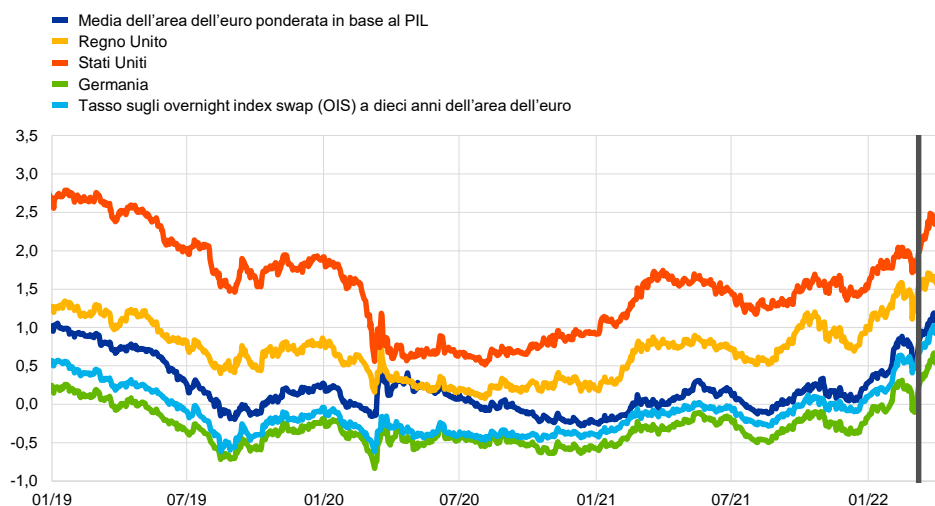
pari passo con l'andamento dei tassi a breve termine (cfr. il grafico 11).

Nel periodo in esame i rendimenti medi ponderati per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro e della Germania sono aumentati rispettivamente di 60 e 58 punti base, portandosi all'1,35 e allo 0,77 per cento, livelli osservati per l'ultima volta alla fine del 2018. All'aumento dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine nell'area dell'euro e a livello mondiale hanno probabilmente contribuito la rivalutazione del rischio associato al contesto globale da parte degli investitori, che lo hanno considerato inferiore rispetto ai livelli fuori dalla norma raggiunti subito dopo l'invasione russa dell'Ucraina, appena prima della riunione del Consiglio direttivo di marzo, e i timori per le pressioni inflazionistiche. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono aumentati, sostanzialmente in linea con i tassi dell'area dell'euro nel periodo in esame, di 55 punti base fino al 2,55 per cento, mentre quelli dei titoli di Stato decennali del Regno Unito sono aumentati di 13 punti base, fino all'1,65 per cento. Poiché i rendimenti dei titoli di Stato nell'area dell'euro hanno sostanzialmente riflesso i tassi privi di rischio, i differenziali rispetto al tasso OIS sono rimasti relativamente stabili. Il differenziale aggregato ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è diminuito di 3 punti base, raggiungendo lo 0,13 per cento, in parte per effetto di un calo di 23 punti base dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali greci, poiché la Grecia ha beneficiato di un aumento del rating creditizio e il paese ha rimborsato un prestito del Fondo monetario internazionale due anni prima della scadenza.

Grafico 11

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 marzo 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2022.

La maggiore propensione al rischio rispetto ai primi giorni dell'invasione russa ha contribuito al calo dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie, tornati ai livelli osservati prima della guerra. I differenziali sui rendimenti delle obbligazioni di qualità investment-grade delle società non finanziarie sono diminuiti di 16 punti base, raggiungendo 53 punti base, mentre quelli sulle

obbligazioni delle società finanziarie si sono ulteriormente ridotti. Sebbene prossimi alle rispettive medie precedenti il periodo pandemico, i differenziali rimangono lievemente al di sopra dei livelli osservati nel 2021, indicando probabilmente un graduale rallentamento della ripresa economica dalla pandemia. Nel complesso, i differenziali sulle obbligazioni societarie sembrano mostrare una buona capacità di tenuta a fronte dell'attesa normalizzazione della politica monetaria.

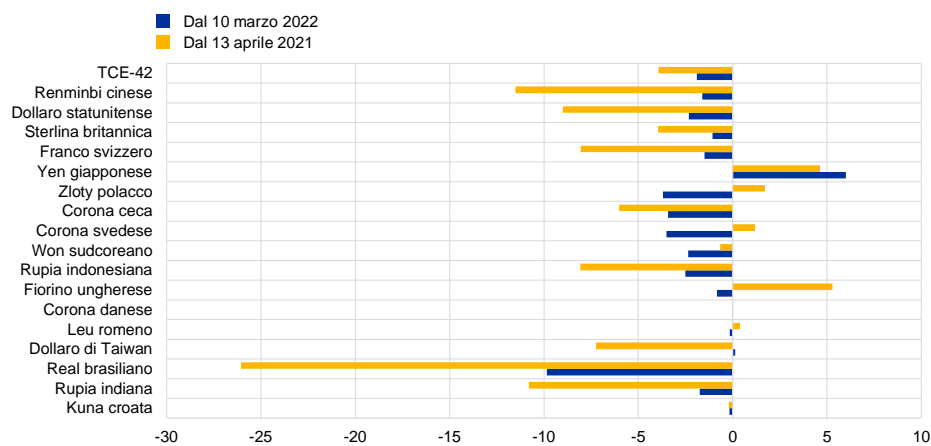
I mercati azionari dell'area dell'euro hanno ampiamente recuperato le perdite registrate all'inizio della guerra in Ucraina, nonostante i più elevati tassi di sconto e le minori aspettative di crescita degli utili, in un contesto di maggiore propensione al rischio. Dato il lieve deterioramento degli indicatori del clima di fiducia relativi alle prospettive economiche, la maggiore propensione al rischio potrebbe riflettere una rivalutazione, nel periodo in esame, del rischio di un'ulteriore intensificazione del conflitto in Ucraina. Le quotazioni azionarie delle banche e delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono aumentate rispettivamente del 4,4 e del 5,2 per cento, nonostante tassi privi di rischio significativamente più elevati, supportati dall'attesa normalizzazione della politica monetaria. Le aspettative degli analisti circa la crescita degli utili a lungo termine delle società quotate sono in una certa misura diminuite, pur rimanendo su livelli elevati. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie delle società non finanziarie sono aumentate in misura maggiore rispetto ai corrispondenti titoli dell'area dell'euro, crescendo del 4,8 per cento. Tuttavia, le quotazioni azionarie delle banche statunitensi, risalite dai minimi registrati all'inizio della guerra, hanno avuto una nuova inversione di tendenza verso la fine di marzo, chiudendo il periodo in esame al ribasso del 4,7 per cento.

Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato a deprezzarsi su base ponderata per l'interscambio, riflettendo un indebolimento nei confronti di gran parte delle principali valute (cfr. il grafico 12). 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'1,9 per cento. Ciò ha riflesso un deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense (del 2,3 per cento), in un contesto di crescenti aspettative di un ritmo più rapido di inasprimento monetario e dopo il primo aumento, in oltre tre anni, dell'intervallo dell'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds da parte del Federal Reserve System, nonché nei confronti delle valute delle altre economie principali, tra cui la sterlina britannica (dell'1,1 per cento) e il franco svizzero (dell'1,5 per cento). L'euro si è indebolito anche nei confronti delle valute di gran parte delle economie emergenti, compreso il renminbi cinese (dell'1,6 per cento), ma si è notevolmente apprezzato rispetto allo yen giapponese (del 6,0 per cento), in un contesto di crescenti aspettative di un inasprimento della politica monetaria, da parte della Banca del Giappone, a un ritmo significativamente più lento rispetto ad altre importanti banche centrali.

Grafico 12

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 13 aprile 2022.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

Le condizioni di finanziamento e di concessione del credito bancario si sono inasprite, in un contesto di accresciuta incertezza circa le prospettive economiche e di aspettative riguardanti un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria. Pur restando su livelli contenuti, i tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno iniziato a riflettere gli incrementi dei tassi di interesse di mercato. I dati più recenti (relativi alla metà di aprile) mostrano che per le imprese il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato è aumentato ulteriormente, sebbene a un ritmo inferiore rispetto ai due mesi precedenti. I prestiti alle famiglie, in particolare per l'acquisto di abitazioni, rimangono sostenuti, mentre i flussi di credito alle imprese si sono stabilizzati. L'ultima indagine sul credito bancario indica che i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni alle famiglie sono divenuti nel complesso più restrittivi nel primo trimestre dell'anno, in ragione dei maggiori timori delle banche circa i rischi per la propria clientela in un contesto di incertezza. Si prevede un ulteriore inasprimento di tali criteri nei prossimi mesi, poiché gli intermediari terranno conto dell'impatto economico avverso della guerra in Ucraina e dei rincari dei beni energetici. Mentre la creazione di moneta è tornata su un livello prossimo alla sua media di più lungo periodo, l'accumulo di depositi da parte di imprese e famiglie continua a essere superiore a quello registrato prima della pandemia.

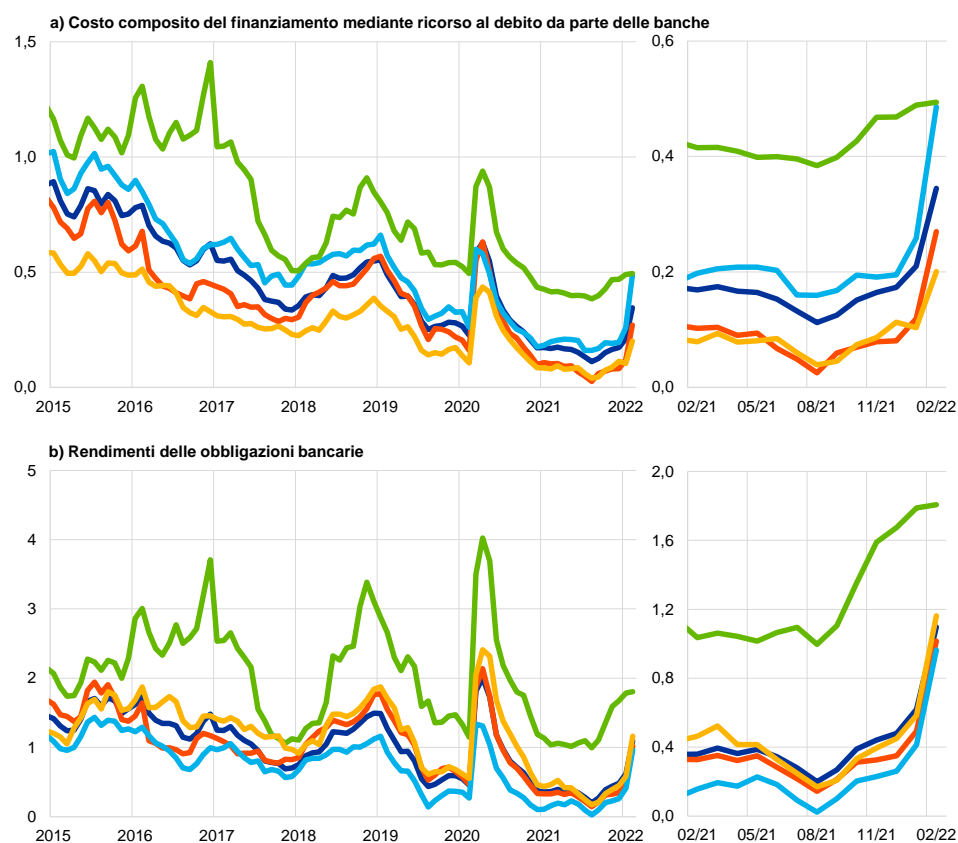
I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro sono aumentati negli ultimi mesi, alla luce delle aspettative di un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria. A febbraio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro ha registrato un brusco aumento (cfr. il pannello a) del grafico 13). Tale andamento è stato determinato principalmente dall'aumento dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 13) e questi ultimi, a loro volta, hanno rispecchiato un forte aumento dei tassi privi di rischio. Nel contempo i tassi sui depositi, che rappresentano un'ampia quota della provvista bancaria dell'area dell'euro, sono rimasti stabili in prossimità dei minimi storici, poiché anche le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno fornito alle banche liquidità a condizioni favorevoli. Finora il significativo ricorso, da parte delle banche, a tali fonti di finanziamento alternative ha limitato le pressioni al rialzo sui costi complessivi del finanziamento. Tuttavia il recente aumento dei tassi di mercato su tutte le scadenze suggerisce che i costi della provvista bancaria saranno soggetti a maggiori pressioni al rialzo nei prossimi mesi.

Grafico 13

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono una media ponderata del 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 sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le rispettive consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

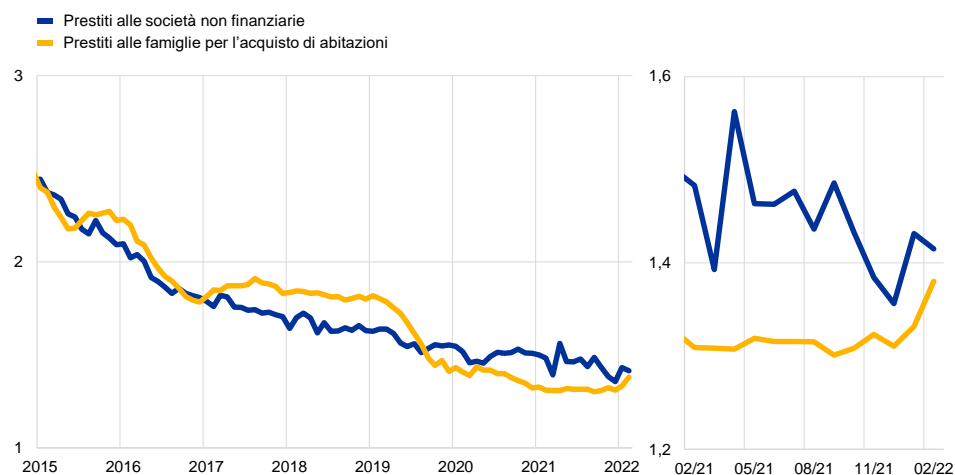
I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno iniziato a riflettere gli aumenti dei tassi di mercato, pur rimanendo su livelli bassi (cfr. il grafico14). Il recente brusco aumento dei rendimenti nell'area dell'euro ha esercitato pressioni al rialzo sui tassi sui prestiti a prenditori interni, ma la trasmissione è stata finora molto limitata e le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie sono rimaste favorevoli. A febbraio il tasso composito sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato moderatamente all'1,38 per cento, mentre il tasso equivalente sui prestiti alle società non finanziarie (SNF) è rimasto sostanzialmente invariato all'1,41 per cento. L'aumento dei tassi sui mutui è stato generalizzato nei paesi dell'area dell'euro. Il differenziale fra i tassi applicati dalle banche ai prestiti molto modesti e a quelli di grande entità si è mantenuto sostanzialmente invariato, in un contesto di eterogeneità tra i diversi paesi, ed è rimasto al di sotto dei livelli antecedenti la pandemia. Le misure di politica monetaria della BCE hanno finora impedito un inasprimento generalizzato delle condizioni di

finanziamento, che avrebbe amplificato l'impatto economico negativo della pandemia e dell'invasione dell'Ucraina. In prospettiva, tuttavia, l'aumento dei costi della provvista bancaria potrebbe tradursi in aumenti più significativi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie.

Grafico 14

Tassi compositi sui prestiti bancari alle SNF e alle famiglie

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

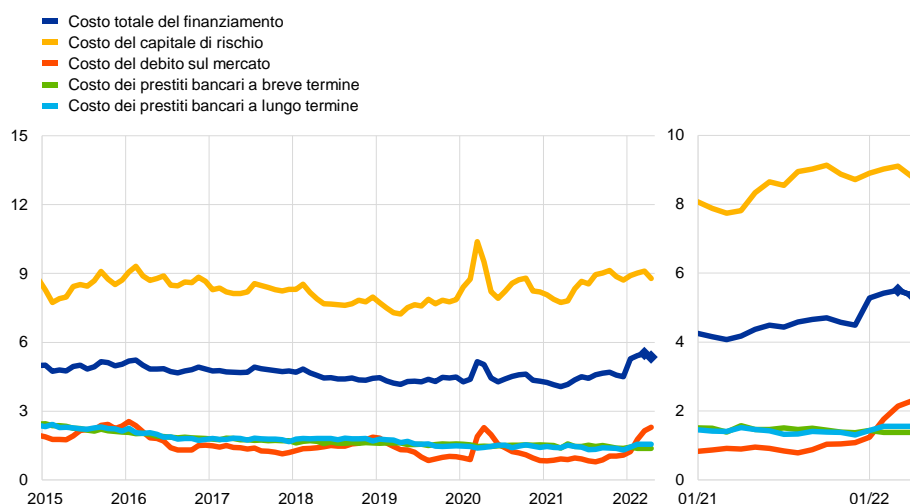
Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile su 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

Da quando il Consiglio direttivo si è riunito a metà marzo, il costo dell'emissione di titoli di debito per le SNF è aumentato marginalmente, mentre il costo del capitale di rischio è diminuito significativamente. Ipotizzando che il costo dei prestiti bancari sia rimasto invariato al livello di febbraio, si stima che il costo del finanziamento esterno sia diminuito, collocandosi al 5,4 per cento il 13 aprile 2022, dal 5,5 per cento di metà marzo (cfr. il grafico 15). Ciò rappresenta un calo rispetto ad alcuni dei livelli osservati all'inizio di quest'anno, ma resta ben al di sopra della maggior parte dei tassi registrati nel 2020 e nel 2021 e prossimo al picco ciclico osservato a marzo 2020. Se, tuttavia, le pressioni al rialzo sui tassi sui prestiti avessero determinato un aumento del costo dei prestiti bancari, il costo complessivo del finanziamento esterno sarebbe superiore al dato stimato sopra menzionato. Il lieve aumento del costo del debito basato sul mercato è ascrivibile a un significativo incremento del tasso privo di rischio, che ha più che compensato la compressione dei differenziali sulle obbligazioni delle società non finanziarie. Una maggiore propensione al rischio, in un contesto di crescente fiducia nel fatto che le ostilità in Ucraina non si intensificheranno ulteriormente, si è riflesso anche nel mercato azionario sotto forma di una netta riduzione del premio per il rischio azionario. Ciò, a sua volta, ha determinato un calo significativo del costo del capitale di rischio, nonostante l'aumento del tasso di sconto.

Grafico 15

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

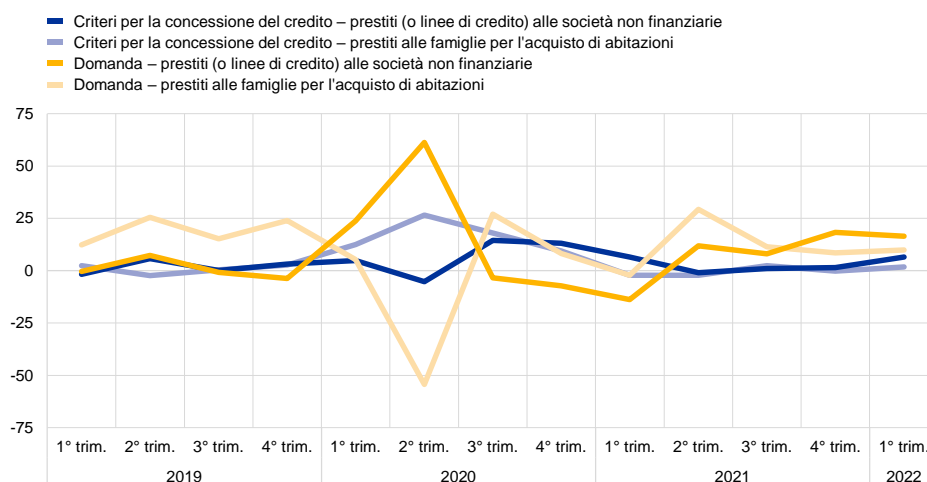
Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono a previsioni a brevissimo termine del costo complessivo del finanziamento per marzo e aprile 2022 (compresi i dati fino al 13 aprile 2022), nell'ipotesi che il costo dei prestiti bancari rimanga invariato al livello di febbraio 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 aprile 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), all'8 aprile 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e a febbraio 2022 per il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2022, i criteri per la concessione di prestiti alle imprese si sono inaspriti nel primo trimestre del 2022. In un contesto caratterizzato da una considerevole incertezza circa le prospettive economiche, le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e gli elevati prezzi dei beni energetici e degli input, le banche hanno altresì segnalato un lieve inasprimento dei criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 16). I principali fattori alla base dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito sono stati le percezioni di un aumento del rischio e la riduzione della tolleranza al rischio. Per il secondo trimestre del 2022 le banche si attendono un inasprimento considerevolmente maggiore dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, probabilmente di riflesso all'incertezza riguardo l'impatto economico della guerra in Ucraina e all'anticipazione di una politica monetaria meno accomodante. Inoltre, le banche si attendono un moderato inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni.

Grafico 16

Variazioni nei criteri di concessione del credito e nella domanda netta di prestiti a SNF e mutui a famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali nette delle banche segnalanti un irrigidimento dei criteri di concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



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

Note: per quanto riguarda i quesiti posti nell'indagine circa i criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno dichiarato un "lieve allentamento" e un "considerevole allentamento". Per i quesiti dell'indagine relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

I risultati di tale indagine indicano un aumento della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie nel primo trimestre del 2022.

Nel caso delle imprese, il fabbisogno di capitale circolante ha fornito un contributo fortemente positivo alla domanda di prestiti, di riflesso alle strozzature lungo la filiera produttiva e all'aumento dei costi degli input, nonché alla domanda di scorte precauzionali e disponibilità liquide in un contesto di accresciuta incertezza. Gli investimenti fissi hanno fornito un contributo moderatamente positivo alla domanda di prestiti da parte delle imprese, sebbene inferiore rispetto al trimestre precedente. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stata sostenuta principalmente dal basso livello generale dei tassi di interesse, mentre i consumi di beni durevoli hanno contribuito a un aumento della domanda di credito al consumo. Per il secondo trimestre del 2022 le banche si attendono un ulteriore aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese, trainata dai finanziamenti a breve termine, e una riduzione della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

I risultati dell'indagine confermano l'idea che le misure di politica monetaria della BCE hanno sostenuto le condizioni del credito bancario, ma gli intermediari si attendono che tale sostegno diminuisca nei prossimi sei mesi.

Le banche indicano che, negli ultimi sei mesi, gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema, le OMRLT e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale hanno avuto un impatto positivo sul volume dei prestiti alle imprese e alle famiglie. L'erogazione di prestiti al settore privato non finanziario resta l'impiego più frequente dei fondi ottenuti nella terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), mentre la motivazione della redditività rimane la ragione più importante per la partecipazione delle banche a tali operazioni. Inoltre, le banche

continuano a segnalare che gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale esercitano un impatto negativo sulla loro redditività, mentre le OMRLT-III e il sistema a due livelli della BCE per la remunerazione della liquidità in eccesso hanno attenuato tale impatto negativo. Le banche segnalano inoltre che gli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema e le OMRLT-III hanno continuato ad avere un impatto positivo sulle loro posizioni di liquidità e sulle condizioni di finanziamento sul mercato. Tuttavia, le banche si attendono che tale impatto positivo diminuisca nei prossimi sei mesi, diventando negativo per quanto riguarda gli acquisti di attività nel contesto della prevista normalizzazione dell'orientamento di politica monetaria.

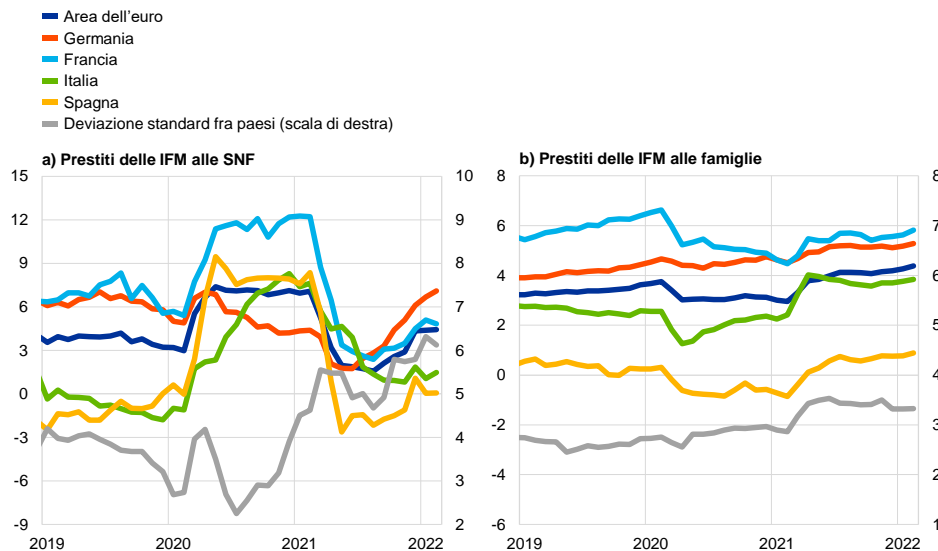
La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta invariata a febbraio 2022, mentre quella dei prestiti alle famiglie si è lievemente rafforzata. Il lieve aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie, salito al 4,4 per cento a febbraio dal 4,3 di gennaio (cfr. il pannello b) del grafico 17), ha rispecchiato un'accelerazione della crescita del credito al consumo e una solida dinamica dei mutui ipotecari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto invariato al 4,4 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 17), sostenuto da afflussi mensili sia per i prestiti a breve sia per quelli a più lungo termine. L'aumento dei prestiti a breve termine è riconducibile al persistere di strozzature lungo la filiera produttiva e all'aumento dei costi energetici, entrambi fattori che hanno contribuito all'aumento del fabbisogno di capitale circolante. Sebbene inferiore rispetto alla prima metà del 2021, la crescita dei prestiti a lungo termine ha continuato a essere sostenuta dalla necessità delle imprese di finanziare gli investimenti fissi. Nel contempo, gli andamenti aggregati a livello dell'area dell'euro celano differenze tra i singoli paesi, riflettendo, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e il fatto che i paesi hanno compiuto progressi diversi in termini di ripresa economica¹.

¹ Cfr. il riquadro *L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

Grafico 17

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, 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 febbraio 2022.

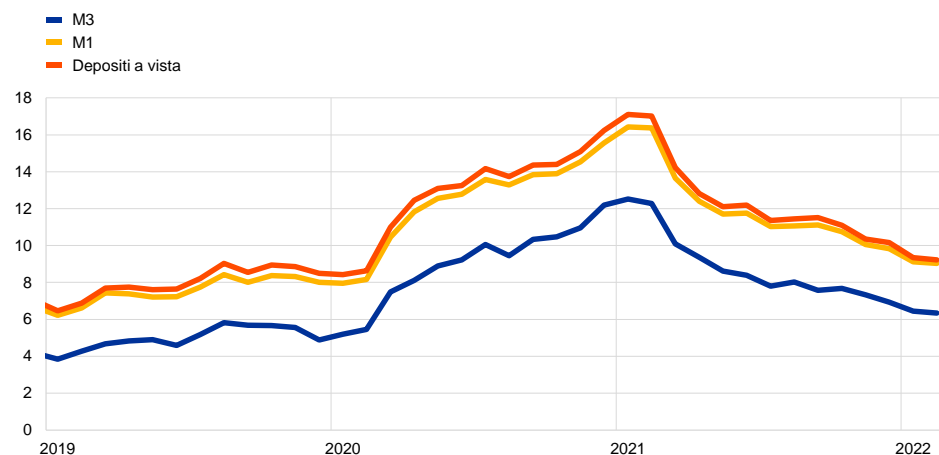
L'accumulo di depositi da parte di imprese e famiglie è ancora maggiore di quanto non fosse prima della pandemia (cfr. il grafico 18). Dall'inizio della pandemia sono stati osservati considerevoli afflussi verso i depositi a vista, determinati dall'aumento dell'incertezza economica². Con l'allentamento delle misure di contenimento legate al coronavirus, la crescita dei depositi a vista si è moderata, dopo gli elevati tassi di crescita osservati nel 2020, durante le prime fasi della pandemia. A febbraio, tuttavia, il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è diminuito solo lievemente, al 9,2 per cento dal 9,3 di gennaio, in concomitanza con il concretizzarsi di rischi geopolitici e la connessa incertezza. La crescita dei depositi di imprese e famiglie continua a variare da un paese all'altro, a causa delle differenze nel fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno di bilancio adottate a livello nazionale.

² Cfr. il riquadro [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

Grafico 18

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

La creazione di moneta continua a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. A febbraio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso lievemente, al 6,3 per cento dal 6,4 di gennaio, continuando così a riportarsi verso la sua media di più lungo periodo (cfr. il grafico 18). Dal lato delle componenti, la principale determinante della crescita di M3 è ancora l'aggregato ristretto M1, sospinto dal perdurare della forte crescita dei depositi a vista. Dal lato delle contropartite, la creazione di moneta continua a essere trainata dagli acquisti di attività da parte dell'Eurosistema. A febbraio gli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica hanno fornito il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, ma tale contributo è stato lievemente inferiore rispetto ai mesi precedenti, poiché gli acquisti nell'ambito di tali programmi sono in fase di graduale cessazione. Inoltre, il credito al settore privato ha continuato a fornire un solido contributo alla crescita sui dodici mesi di M3. Allo stesso tempo, la creazione di moneta è stata in parte frenata dai deflussi monetari netti verso il resto del mondo, che probabilmente hanno rispecchiato l'accresciuta incertezza circa l'impatto della guerra in Ucraina sull'economia dell'area dell'euro.

Riquadri

1 Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio

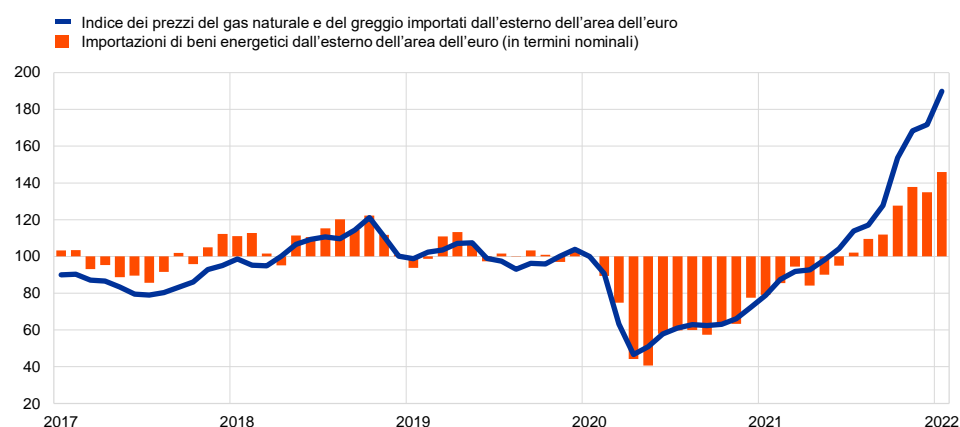
a cura di Vanessa Gunnella e Tobias Schuler

I bruschi rincari del gas naturale e del greggio registrati di recente hanno determinato un forte incremento delle importazioni di beni energetici in termini nominali dell'area dell'euro. A metà del 2021 le importazioni di beni energetici, al pari dei prezzi all'importazione di gas e petrolio, avevano evidenziato una ripresa dopo lo shock economico causato dalla pandemia di coronavirus (cfr. il grafico A). A partire dalla seconda metà del 2021 le interruzioni dal lato dell'offerta, accompagnate da un assottigliamento delle scorte di gas nei paesi importatori, hanno determinato un marcato aumento dei prezzi dei beni energetici, in particolare di petrolio e gas. Con la robusta ripresa dell'attività economica, e quindi anche della domanda di beni energetici, le importazioni in termini nominali dell'area dell'euro di tali beni hanno raggiunto un livello di oltre il 40 per cento superiore rispetto a quanto si osservava prima dell'insorgere della pandemia di coronavirus. Di seguito vengono evidenziati gli effetti del deterioramento delle ragioni di scambio dell'area dell'euro, il conseguente effetto reddito negativo e le implicazioni per il conto corrente dell'area.

Grafico A

Importazioni e prezzi di beni energetici nell'area dell'euro

(indice, gennaio 2020 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2022.

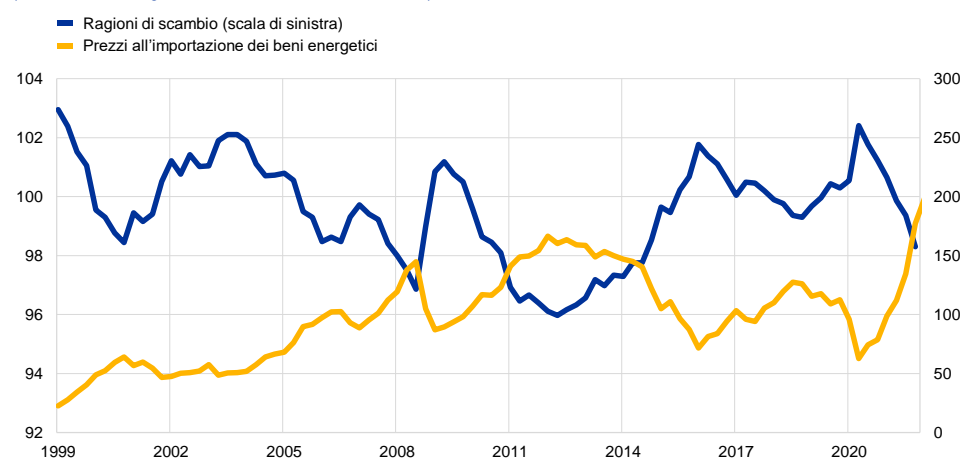
Le ragioni di scambio dell'area dell'euro sono notevolmente peggiorate a partire dalla seconda metà del 2021, di riflesso al brusco aumento dei prezzi dei beni energetici (cfr. il grafico B). Per effetto della quota significativa di beni energetici sul totale delle importazioni dell'area dell'euro e in connessione con il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense osservato sin dalla metà del 2021, il brusco aumento dei prezzi dei beni energetici ha determinato un

peggiore delle ragioni di scambio dell'area^{1,2}. Le ragioni di scambio hanno spesso oscillato e storicamente hanno mostrato una forte correlazione negativa con i prezzi all'importazione dei beni energetici, i quali rappresentano il principale fattore determinante. Tuttavia, per via del brusco aumento dei prezzi dei beni energetici, le fluttuazioni dell'attuale congiuntura appaiono più accentuate in confronto a episodi precedenti.

Grafico B

Ragioni di scambio dell'area dell'euro e prezzi all'importazione dei beni energetici

(scala di sinistra: ragioni di scambio, scala di destra: indice)



Fonte: Eurostat.

Note: le ragioni di scambio sono calcolate come il rapporto tra il deflatore delle esportazioni e quello delle importazioni. L'osservazione relativa al primo trimestre del 2022 si riferisce unicamente ai dati di gennaio 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021 per le ragioni di scambio e a gennaio 2022 per i prezzi all'importazione dei beni energetici.

Il deteriorarsi delle ragioni di scambio dà luogo a un effetto reddito negativo per l'area dell'euro. Data la rigidità, nel breve periodo, della domanda di beni energetici importati, il mantenimento dei volumi delle importazioni a prezzi più elevati si traduce in un trasferimento del potere d'acquisto dall'area dell'euro al resto del mondo. L'effetto reddito negativo dovuto al trasferimento del potere d'acquisto è stimato in circa 1,3 punti percentuali del PIL nel quarto trimestre del 2021, sulla base di un confronto con il medesimo trimestre dell'anno precedente. Il deterioramento delle ragioni di scambio è stato determinato in ampia misura dalla componente energetica, il cui contributo all'impatto generato dalle ragioni di scambio è stato pari a 3,5 punti percentuali del PIL nel quarto trimestre del 2021 (cfr. il pannello a) del grafico C). La perdita di reddito dovuta all'importazione di beni energetici è stata in parte compensata dai maggiori prezzi alle esportazioni applicati dalle imprese dell'area dell'euro agli acquirenti internazionali. Ciononostante, l'effetto reddito negativo sembra considerevolmente più marcato nell'area dell'euro di quanto non lo sia negli Stati Uniti e nel Regno Unito, giacché queste economie dipendono in misura minore dalle importazioni (nette) di beni energetici (cfr. il pannello b) del grafico C).

¹ Nel quarto trimestre del 2021 la quota di beni energetici sul totale delle importazioni di beni e servizi nell'area dell'euro era pari al 10,1 per cento.

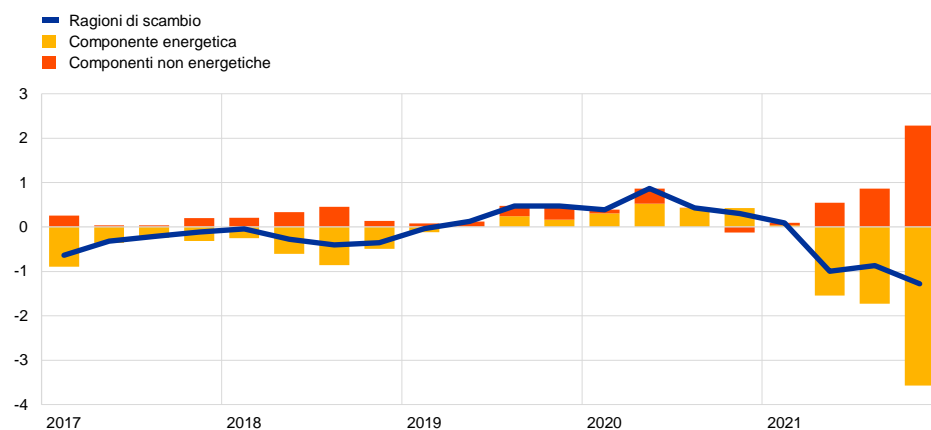
² Nel 2020 l'80 per cento delle importazioni di greggio dell'area dell'euro è stato fatturato in dollari statunitensi.

Grafico C

Effetti reddito riconducibili alle ragioni di scambio

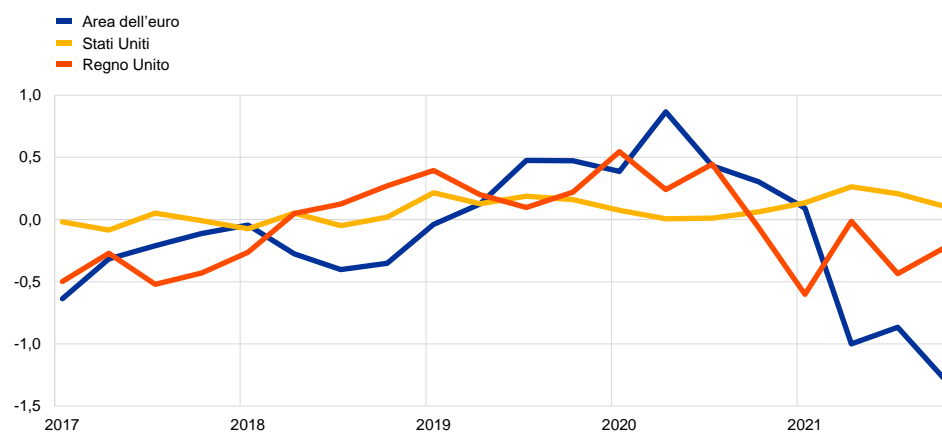
a) Contributo per componente per l'area dell'euro

(impatto trimestrale in punti percentuali sulla crescita sui dodici mesi)



b) Area dell'euro a confronto con Regno Unito e Stati Uniti

(impatto trimestrale in punti percentuali sulla crescita sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'effetto reddito riconducibile alle ragioni di scambio è calcolato ponderando le variazioni dei prezzi all'esportazione e all'importazione per i rispettivi valori; tali variazioni sono espresse come quota percentuale del PIL. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021.

L'aumento della bolletta energetica ha ridotto l'avanzo di conto corrente dell'area dell'euro (cfr. il grafico D).

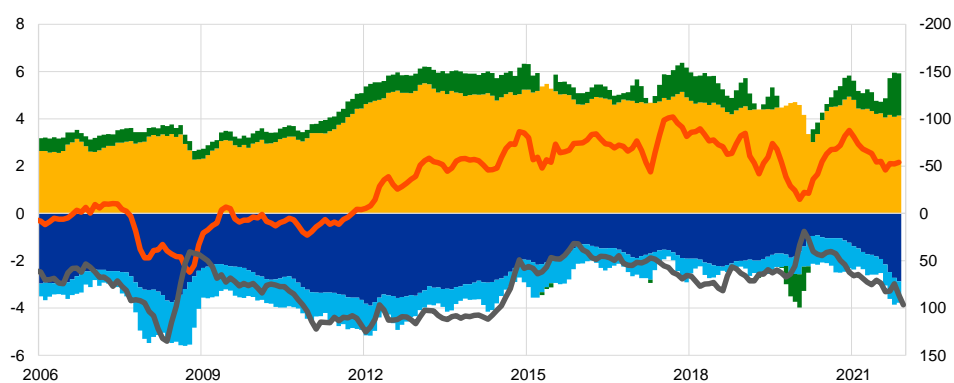
Il peggioramento del conto corrente dell'area dell'euro osservato dagli inizi del 2021 è in ampia misura riconducibile all'ampliarsi del disavanzo del saldo energetico. Se da un lato il disavanzo dei beni energetici si è ampliato, dall'altro le esportazioni nette di servizi hanno in parte compensato il deterioramento del saldo del conto dei beni. In una prospettiva di lungo periodo, l'area dell'euro ha raggiunto una posizione netta sull'estero pressoché in pareggio a livello aggregato, dopo aver accumulato persistenti avanzi di conto corrente nel corso dell'ultimo decennio.

Grafico D

Saldo di conto corrente

(scala di sinistra: in percentuale del PIL, somma mobile su tre mesi; scala di destra: dollari statunitensi per barile, media mensile)

- Beni energetici
- Beni non energetici
- Conto corrente dell'area dell'euro
- Corsi petroliferi (scala di destra – invertita)
- Redditi
- Servizi



Fonti: BCE, Eurostat, Energy Information Administration (EIA), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE. L'ultima osservazione si riferisce a febbraio 2022 per i corsi petroliferi e a gennaio 2022 per tutte le altre serie.

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

a cura di Gwenaël Le Breton, Richard Morris e Lina Segers

Il presente riquadro riassume i risultati dei contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 67 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte principalmente tra il 20 e il 30 marzo 2022¹.

Le società contattate hanno in genere segnalato un buon inizio dell'anno in termini di crescita dell'attività. Il settore manifatturiero e quello delle costruzioni hanno continuato a beneficiare di una domanda vigorosa o in crescita, come evidenziato dalla solidità degli ordinativi, mentre i livelli di produzione sono stati ancora ampiamente determinati dall'offerta. A tale riguardo, alcuni vincoli (in particolare la carenza di semiconduttori per l'industria automobilistica) si stavano gradualmente allentando, sebbene diversi referenti abbiano affermato che negli ultimi mesi non si erano attenuate le turbative in termini di mancanza di materiali e componenti dovute a fattori quali i ritardi nelle consegne. Anche la riduzione delle ore lavorate dovuta alla pandemia di coronavirus (COVID-19) è stata considerevole, ma il suo effetto sulla produzione è stato celato da problemi più ampi dal lato dell'offerta. Anche le società contattate nel settore dei servizi hanno segnalato una dinamica della crescita diffusa in una serie di attività nel primo trimestre dell'anno. La diffusione della variante Omicron del coronavirus (COVID-19) al volgere dell'anno aveva determinato una pausa nella ripresa dei settori ricettivo-alberghiero, del turismo e dei servizi ricreativi. Comunque, secondo i referenti ora si sta di nuovo procedendo a rimuovere le restrizioni e i consumatori sembrano sempre più aver superato la pandemia, dando luogo nuovamente a una ripresa in questi settori.

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha offuscato le prospettive e creato considerevoli rischi al ribasso. Molte società contattate hanno descritto un brusco cambiamento delle condizioni per l'attività di impresa dopo l'esplosione del conflitto alla fine di febbraio, sebbene in larga misura in termini di prezzi e costi piuttosto che di attività. L'impatto finanziario diretto è stato modesto, mentre l'effetto immediato sulla produzione (e sulla domanda di beni intermedi) è stato per lo più limitato a settori industriali specifici dipendenti da materiali o componenti provenienti dalla Russia o dall'Ucraina, oppure per i quali i rincari dei beni energetici hanno reso insostenibili alcune produzioni. Ciò ha creato una nuova fonte di (potenziali) interruzioni dell'offerta, insieme alla diffusione della variante Omicron in Cina e alle misure a tutela della salute pubblica adottate di conseguenza. Alcuni referenti hanno segnalato cambiamenti di comportamento più ampi, quali lo spostamento dei consumi da parte delle famiglie verso prodotti meno costosi, il minore utilizzo di veicoli o il rinvio degli ordini pubblicitari da parte delle imprese, come primi riscontri di effetti più diffusi dal lato della domanda. La maggior parte delle società contattate prevedeva che l'aumento dell'inflazione avrebbe frenato la spesa per consumi e che

¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e le finalità di tali contatti, cfr. l'articolo [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

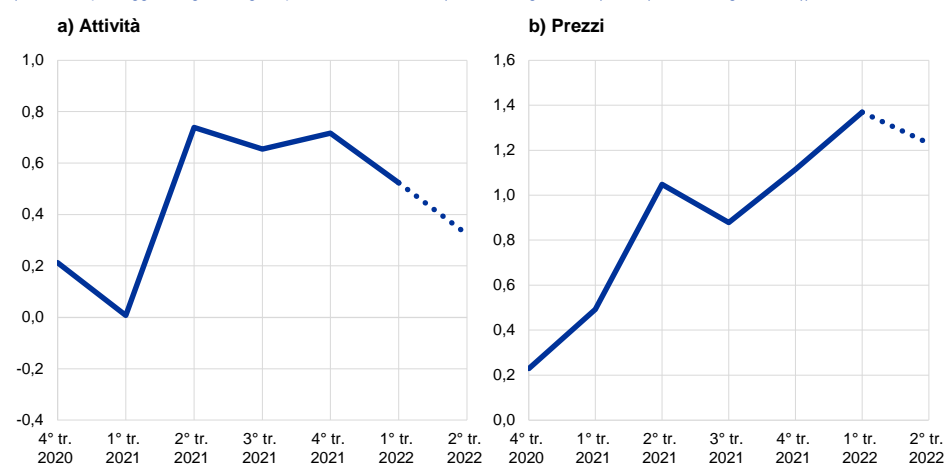
sia l'incertezza sia l'aumento dei costi avrebbero avuto un impatto sugli investimenti delle imprese nei trimestri successivi. Tuttavia, ciò è stato attenuato dall'idea secondo cui, in un contesto ancora caratterizzato da vincoli dal lato dell'offerta, l'effetto della minore domanda sulla produzione sarebbe stato graduale. Inoltre, il venir meno dei timori relativi alla pandemia continuerebbe a sostenere la crescita nel settore dei servizi. Nel complesso, quindi, le società contattate tendevano ad anticipare un rallentamento piuttosto che un'improvvisa contrazione dell'attività, evidenziando al tempo stesso un'enorme incertezza e considerevoli rischi al ribasso in caso di un'intensificazione del conflitto.

I referenti hanno segnalato prospettive di occupazione e condizioni del mercato del lavoro sostanzialmente invariate. In molti hanno sottolineato il persistere di difficoltà nell'assumere e mantenere personale. Ciò è stato particolarmente vero per alcune competenze di alto livello e per le occupazioni caratterizzate da condizioni di lavoro che in un certo senso sono state considerate sfavorevoli (ad esempio, il lavoro su turni o fuori sede). Nel breve periodo, è stato ritenuto probabile che il conflitto in Ucraina abbia un effetto limitato sull'offerta e sulla domanda di lavoro. Le imprese che hanno dovuto operare tagli alla produzione in risposta a carenze di input o a un aumento dei costi dell'energia hanno fatto ricorso a regimi di integrazione salariale per i lavoratori o hanno ridotto l'utilizzo del lavoro temporaneo. Tuttavia, si è ritenuto probabile che la difficoltà a riassumere rendesse le imprese riluttanti a licenziare personale a tempo indeterminato.

Grafico A

Sintesi delle osservazioni espresse circa l'andamento e le prospettive per l'attività e i prezzi

(media dei punteggi assegnati dagli esperti della BCE, da -2 (riduzione significativa) a +2 (aumento significativo))



Fonte: BCE.

Note: i punteggi riflettono la valutazione media formulata dagli esperti della BCE, ricavata da ciascun colloquio, di quanto dichiarato dai referenti sull'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordinativi) e dei prezzi nel rispettivo settore durante il trimestre precedente. I punteggi sono compresi tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). In base a tale valutazione, un punteggio pari a 0 corrisponde a nessuna variazione, mentre un punteggio pari a 1 è da considerarsi tipico in caso di crescita normale. La linea tratteggiata si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

Le pressioni sui prezzi e sui costi sono rimaste forti e il conflitto in Ucraina ha impresso loro un ulteriore impulso. La maggior parte delle società contattate ha descritto un contesto per la determinazione dei prezzi molto dinamico nei primi mesi dell'anno. Le pressioni sui costi connesse all'impennata dei prezzi di diverse materie

prime e della logistica nel 2021 si stavano ancora trasmettendo lungo la catena del valore. Nel contempo, il conflitto in Ucraina ha ora determinato ulteriori pressioni sui costi e un'estrema volatilità dei prezzi non solo del gas e dell'elettricità, ma anche di molte materie prime (in particolare metalli, legname, derivati petroliferi e beni alimentari). Il contesto in cui i rincari si sono trasmessi ai prezzi è rimasto molto favorevole nella maggior parte dei settori dato che i clienti delle imprese, in particolare, si sono abituati sempre più agli aumenti dei prezzi, mentre si sono manifestate maggiori resistenze a tali incrementi da parte dei consumatori finali o quasi finali. Molti referenti hanno affermato che i prezzi si stavano adeguando più frequentemente che in passato e/o che le imprese si stavano adattando al contesto, ad esempio mediante l'inserimento di nuove clausole di indicizzazione nei contratti.

Le società contattate hanno continuato ad anticipare una ripresa della crescita dei salari. La gran parte degli accordi salariali nel 2020 e nel 2021 era stata molto modesta e ha ancora influenzato la crescita dei salari quest'anno, ma gli accordi e le aspettative più recenti in relazione alle trattative in corso e a quelle future sono stati, in media, lievemente superiori. Pertanto, la maggior parte dei referenti ha registrato un graduale accumularsi di pressioni salariali, le cui principali determinanti sono state l'attuale elevato livello dell'inflazione e il miglioramento del mercato del lavoro. Data l'incertezza circa le prospettive sia per il prodotto sia per l'inflazione, alcune società contattate hanno previsto un orizzonte temporale più breve del solito per gli imminenti accordi.

Le recenti determinanti del risparmio delle famiglie secondo la distribuzione della ricchezza

a cura di Niccolò Battistini, Alina Bobasu e Johannes Gareis

Il presente riquadro esamina la dinamica dei risparmi delle famiglie in base ai dati dei flussi di depositi lungo la distribuzione della ricchezza dall'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19), a marzo 2020, fino al marcato aumento dell'inflazione iniziato a metà del 2021. I flussi di depositi sono utilizzati come approssimazione del risparmio delle famiglie in quanto costituiscono un loro strumento primario di risparmio¹. I flussi di depositi rappresentano circa la metà delle variazioni delle attività liquide delle famiglie e, in particolare, aiutano quelle più povere a distribuire i consumi nel tempo a fronte di shock economici². Le restrizioni obbligatorie e volontarie alla mobilità, insieme alle politiche economiche di sostegno, hanno prodotto una combinazione unica in termini di riduzione dei consumi in settori a elevata intensità di contatti da un lato e di capacità di tenuta del reddito dall'altro. A sua volta, ciò ha determinato un forte aumento dei flussi di depositi nelle prime fasi della pandemia di COVID-19. Da allora si è registrato un rallentamento nell'accumulo dei depositi stessi dovuto alla recente impennata dell'inflazione, alla ripresa della domanda e a notevoli strozzature dal lato dell'offerta³. Tali andamenti nella dinamica dei depositi sono stati distribuiti in modo disomogeneo tra i gruppi di famiglie⁴. Il presente riquadro analizza le determinanti dei flussi di depositi delle famiglie dell'area dell'euro lungo la distribuzione della ricchezza, in cui la dimensione distributiva ha maggiore rilevanza date le potenziali implicazioni macroeconomiche della disuguaglianza economica⁵. L'analisi si concentra sul periodo compreso tra l'inizio della pandemia di COVID-19, nel primo trimestre del 2020, e il marcato aumento dell'inflazione a partire dal secondo trimestre del 2021. I dati utilizzati a tal fine provengono dai nuovi conti di distribuzione della ricchezza (Distributional Wealth Accounts (DWA)) per l'area dell'euro, tra il primo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2021⁶.

¹ Il risparmio complessivo delle famiglie non si sostanzia soltanto nelle variazioni dei depositi. Ciò è dovuto al fatto che le famiglie solitamente risparmiano in vari modi, depositando denaro in un conto bancario o, se operano come imprese individuali, acquistando attività finanziarie (azioni, quote di fondi comuni di investimento e obbligazioni), immobili o altre attività, come quelle non finanziarie.

² In tale contesto, con attività liquide ci si riferisce alla somma di depositi, obbligazioni e azioni quotate. Lungo la distribuzione della ricchezza, i flussi di depositi rappresentano circa l'80 per cento dei flussi totali di attività liquide per il 50 per cento più basso della distribuzione, mentre rappresentano circa il 70 per cento per il 40 per cento intermedio e solo il 36 per cento per il 10 per cento più alto.

³ Per una rassegna degli andamenti del risparmio complessivo delle famiglie e delle determinanti durante la pandemia, cfr. i seguenti riquadri di questo Bollettino: [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?](#) nel numero 6/2020 e [COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento](#) nel numero 5/2021.

⁴ Cfr., ad esempio, l'articolo [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) in questo numero del Bollettino.

⁵ Cfr., ad esempio, l'articolo [Disuguaglianza economica e fiducia dei cittadini nella Banca centrale europea](#) in questo numero del Bollettino.

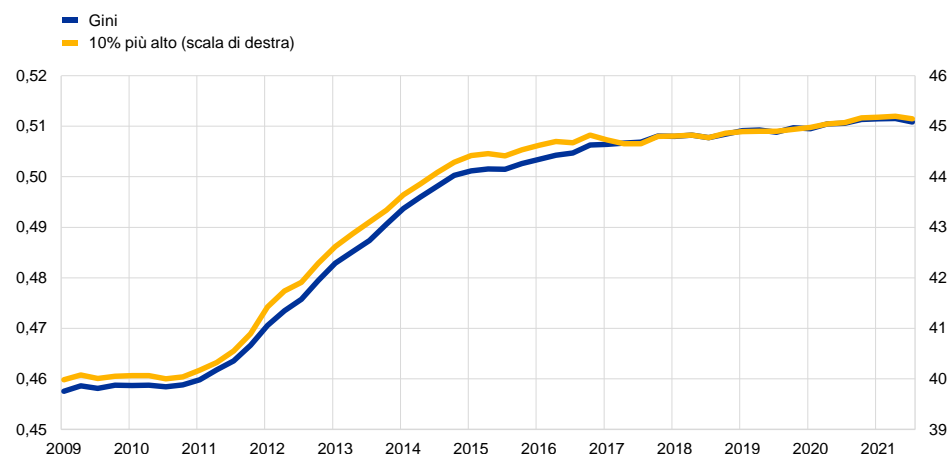
⁶ I DWA sono costituiti da una serie di dati sperimentali che utilizzano le relazioni storiche tra gli aggregati macroeconomici trimestrali dei conti settoriali e le distribuzioni delle indagini per estrapolare dalla distribuzione della ricchezza netta, misurata nelle varie edizioni dell'indagine sui bilanci delle famiglie e presso i consumatori (Household Finance and Consumer Survey, HFCS). I DWA sono in fase di sviluppo e pertanto i primi risultati utilizzati in questo riquadro sono provvisori.

Le disuguaglianze nei depositi delle famiglie sono aumentate dall'inizio della crisi finanziaria mondiale, sebbene negli ultimi anni vi siano stati segnali di stabilizzazione. La tendenza al rialzo nella disuguaglianza dei depositi, misurata dal coefficiente di Gini e dalla fascia del 10 per cento più alta della distribuzione della ricchezza, si è accentuata tra il 2011 e il 2015, sostanzialmente in linea con la disuguaglianza patrimoniale complessiva. In questo periodo le famiglie nel decile più alto della distribuzione della ricchezza hanno aumentato i propri depositi di circa 600 miliardi di euro, mentre i depositi delle famiglie nella metà inferiore sono diminuiti di circa 50 miliardi. La disuguaglianza si è tuttavia attenuata nel corso della successiva ripresa economica (cfr. il grafico A). Con l'arrivo della pandemia le diverse misure relative alle disuguaglianze sono lievemente aumentate, per poi diminuire leggermente nel secondo e terzo trimestre del 2021⁷. Tuttavia permangono notevoli disparità. Nel terzo trimestre del 2021, il 10 per cento più alto della distribuzione della ricchezza deteneva circa il 45 per cento dei depositi totali, mentre il 50 per cento più basso ne deteneva solo il 17 per cento.

Grafico A

Disparità nei depositi delle famiglie nell'area dell'euro

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



Fonti: DWA sperimentali ed elaborazioni della BCE.

Nota: la dicitura "10 per cento più alto" si riferisce alla quota di depositi detenuti dalle famiglie nel 10 per cento più elevato della distribuzione della ricchezza netta.

Il recente aumento dei flussi di depositi è stato storicamente elevato per tutte le famiglie, in particolare nelle prime fasi della pandemia di COVID-19.

Le restrizioni obbligatorie e volontarie introdotte in risposta alla pandemia hanno provocato un brusco calo dei consumi a elevata intensità di contatti. Ciò, unitamente alla capacità di tenuta del reddito resa possibile grazie al sostegno fornito dalle misure di allentamento delle politiche economiche, ha determinato un aumento significativo dei flussi di depositi (in percentuale del reddito), pari quasi al doppio di quello osservato nel periodo precedente la pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico B).

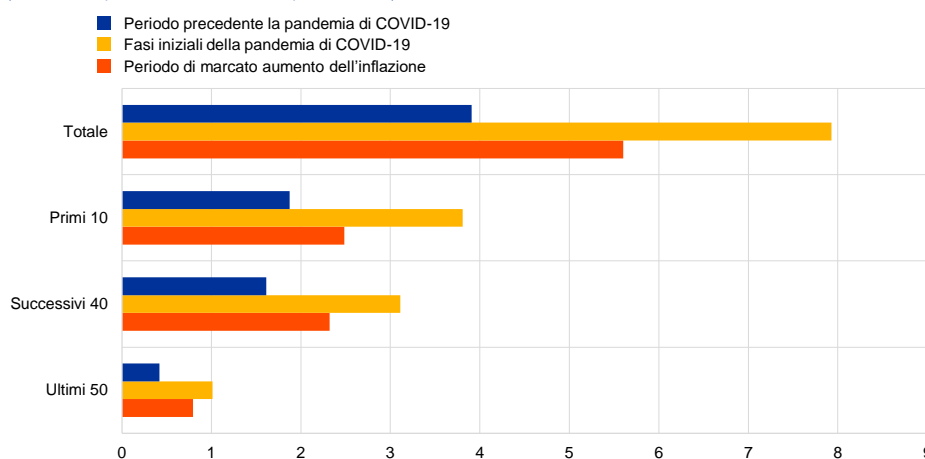
⁷ Tali andamenti sono altresì legati al modo in cui sono costruiti i dati sperimentali dei DWA, giacché l'ultima indagine che tiene conto delle variazioni nella distribuzione della ricchezza risale al 2017. Pertanto, i dati relativi agli ultimi trimestri, successivi all'ultima edizione disponibile dell'indagine HFCS, vanno interpretati con cautela poiché sono estrapolati in base all'ipotesi di una distribuzione stabile a livello di ciascuno strumento, pur tenendo conto delle variazioni nella distribuzione della ricchezza dovute ai diversi andamenti dei vari strumenti. I risultati relativi a tali variazioni durante la pandemia di COVID-19 si renderanno disponibili con la prossima edizione dell'indagine HFCS, nel 2023.

Tuttavia, l'aumento dei flussi di depositi è disposto in modo disomogeneo lungo la distribuzione della ricchezza, poiché le famiglie nel 10 per cento più alto della distribuzione sono responsabili di circa la metà dell'aumento totale, avendo accumulato depositi quasi quattro volte superiori a quelli accumulati dalle famiglie nella metà inferiore⁸. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che le famiglie più ricche hanno subito minori perdite di reddito rispetto a quelle più povere. Inoltre, la distribuzione disomogenea delle variazioni nella dinamica dei depositi potrebbe essere anche attribuibile alle caratteristiche distintive della pandemia di COVID-19, poiché le famiglie più ricche tendono a spendere una quota più elevata del proprio paniere di consumi per servizi che sono stati fortemente ridotti durante la pandemia⁹. Nel secondo e nel terzo trimestre del 2021, in un contesto caratterizzato da una ripresa dei consumi a elevata intensità di contatti e da un aumento delle pressioni inflazionistiche, l'accumulo di depositi si è moderato, pur continuando a un ritmo più sostenuto rispetto al periodo precedente la pandemia.

Grafico B

Flussi di depositi lungo la distribuzione della ricchezza

(variazioni, in percentuale del reddito disponibile totale)



Fonti: DWA sperimentali, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per "periodo precedente la pandemia di COVID-19" si intende il periodo compreso tra il quarto trimestre del 2014 e il quarto trimestre del 2019. Per "fasi iniziali della pandemia di COVID-19" si intende il periodo compreso tra il primo trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021. Per "periodo di marcato aumento dell'inflazione" si intende il periodo compreso tra il secondo e il terzo trimestre del 2021. Le variazioni dei depositi sono normalizzate in base al reddito disponibile totale nel periodo corrispondente. Tutti i dati sono destagionalizzati.

Un modello empirico distingue le determinanti alla base dei flussi di depositi delle famiglie lungo la distribuzione della ricchezza¹⁰. Le determinanti strutturali delle oscillazioni macroeconomiche possono avere effetti diversi sui flussi di depositi delle famiglie. In un contesto caratterizzato dal rafforzamento dell'attività economica, con più elevati livelli di inflazione "trainata dalla domanda", sia i consumi sia i redditi

⁸ Ciò è confermato da Bounie et al., che utilizzano dati sui depositi bancari in Francia, in "Consumption Dynamics in the COVID Crisis: Real Time Insights from French Transaction & Bank Data", CEPR Discussion paper series, n. DP15474, novembre 2020.

⁹ Cfr. il riquadro *COVID-19 e disuguaglianze reddituali nell'area dell'euro* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

¹⁰ L'analisi si basa su un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR) con restrizioni nulle e di segno, stimato con tecniche bayesiane sul campione tra il primo trimestre del 2009 e il terzo trimestre del 2021. Per un modello analogo, cfr. l'articolo *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* in questo numero del Bollettino.

in termini reali dovrebbero aumentare. Al contrario, in una congiuntura segnata dall'indebolimento dell'attività economica, con più elevati livelli di inflazione "spinta dai costi", dovrebbero contemporaneamente registrarsi diminuzioni sia dei consumi sia dei redditi in termini reali. Al fine di valutare l'impatto delle determinanti sottostanti i flussi di depositi, si stima un modello empirico utilizzando la crescita su base trimestrale dei consumi privati in termini reali, del deflatore dei consumi privati e dei flussi di depositi lungo la distribuzione della ricchezza. Il modello individua gli shock trainati dalla domanda e quelli spinti dai costi ipotizzando che i consumi privati in termini reali aumentino in risposta ai primi e diminuiscano in risposta ai secondi, mentre entrambi i tipi di shock determinano un incremento del deflatore dei consumi privati. Inoltre, le variazioni dell'indice di mobilità di Google colgono l'impatto delle restrizioni legate alla pandemia sui consumi a elevata intensità di contatti interpersonali¹¹. Poiché l'obiettivo è valutare l'impatto di tali fattori strutturali sui flussi di depositi, la reazione di questa variabile a tutti gli shock è mantenuta priva di restrizioni¹².

Le restrizioni ai consumi a elevata intensità di contatti hanno un impatto positivo sui flussi di depositi, mentre l'impatto dell'aumento dell'inflazione dipende dalle determinanti di fondo. I risultati suggeriscono effetti asimmetrici tra le diverse determinanti dell'inflazione. Gli shock inflazionistici indotti da fattori dal lato dei costi gravano sui flussi di depositi e acuiscono la disuguaglianza in termini di risparmio attraverso la riduzione dei salari reali, incidendo quindi in misura relativamente maggiore sulle famiglie più povere (cfr. il grafico C). Questi shock, inoltre, hanno effetti statisticamente significativi. Per contro, gli shock inflazionistici legati a fattori dal lato della domanda tendono ad avere effetti opposti e irrilevanti sotto il profilo statistico. Quanto all'impatto delle restrizioni legate alla pandemia, gli effetti di una variazione della mobilità sui consumi, sui prezzi e sulle disparità ricalcano quelli di uno shock inflazionistico determinato dai costi. Tuttavia, i flussi di depositi aumentano in risposta allo shock pandemico a causa dell'impatto negativo esercitato dalle restrizioni obbligatorie e volontarie sui consumi a elevata intensità di contatti.

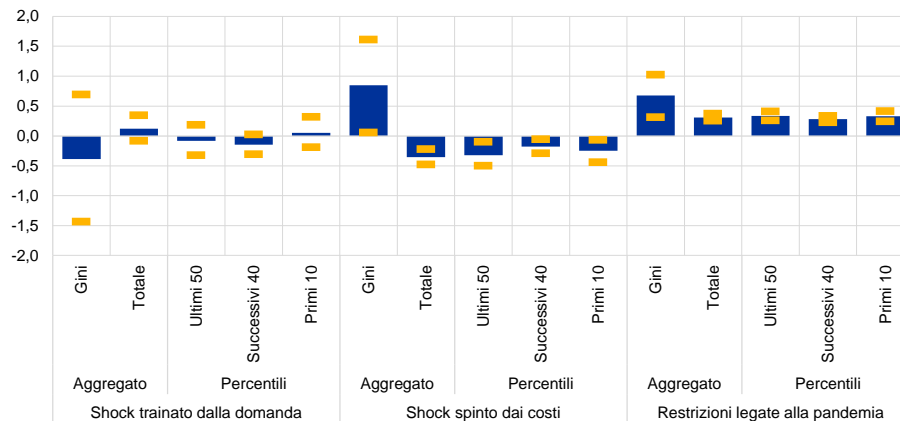
¹¹ L'indice di mobilità di Google per l'area dell'euro è incluso nel modello come variabile esogena e calcolato come un indicatore composito ricavato dalla media degli indici dell'area dell'euro relativi a strutture per lo svago, luoghi di lavoro e stazioni di transito, calcolati come indici specifici per paese ponderati per la popolazione.

¹² Si ipotizza inoltre che i consumi privati in termini reali e il deflatore dei consumi privati non reagiscano all'impatto di altri shock non identificati imponendo restrizioni nulle. Per ulteriori dettagli sulla metodologia, cfr. l'articolo *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* in questo numero del Bollettino.

Grafico C

Reazione dei flussi di depositi lungo la distribuzione della ricchezza

(tassi di crescita sul trimestre precedente, punti percentuali)



Fonti: DWA sperimentali, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per valutare le determinanti strutturali dei flussi di depositi delle famiglie lungo la distribuzione della ricchezza si utilizza un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR). Il modello è individuato mediante restrizioni nulle e di segno, per cui uno shock positivo legato a fattori dal lato della domanda determina un aumento sia dei consumi privati in termini reali sia del deflatore dei consumi privati, mentre uno shock positivo determinato dai costi induce un aumento del deflatore dei consumi privati e un calo dei consumi privati in termini reali. Le reazioni dei flussi di depositi (misure totali e differenti lungo la distribuzione della ricchezza netta) e il coefficiente di Gini sono mantenuti privi di restrizioni. Si ipotizza che i consumi privati in termini reali e il deflatore dei consumi privati non reagiscano all'impatto di altri shock non identificati imponendo restrizioni nulle. Il modello è stimato sulla base di dati trimestrali espressi in variazioni percentuali sul periodo precedente dal primo trimestre del 2009 al terzo trimestre del 2021. Tutti i dati (ad eccezione del coefficiente di Gini) sono destagionalizzati. Le parti gialle indicano l'intervallo di credibilità del 68 per cento.

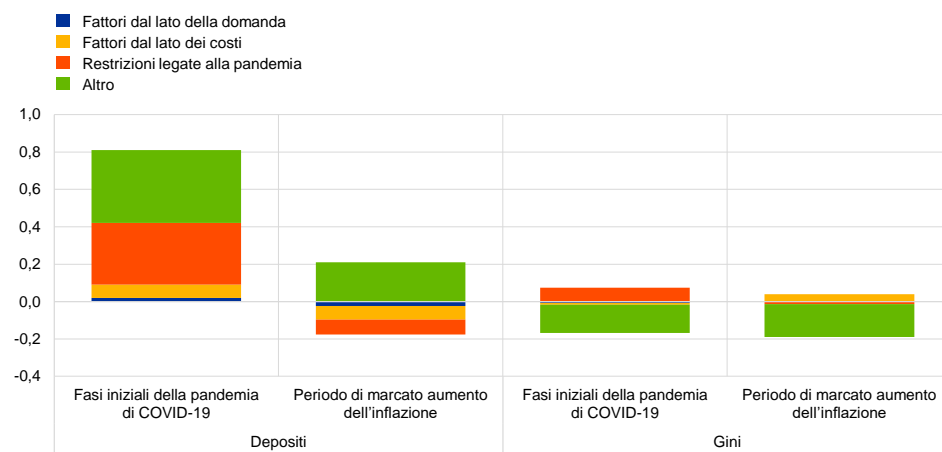
Nel secondo e nel terzo trimestre del 2021 gli shock inflazionistici determinati dai costi hanno gravato sui flussi di depositi e incrementato la disuguaglianza in termini di risparmio, compensati in parte dalle minori restrizioni legate alla pandemia. L'aumento dei flussi di depositi tra il primo trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021 è stato determinato dalle restrizioni sui consumi a elevata intensità di contatti e, in misura minore, dagli shock disinflazionistici dal lato dei costi (cfr. il grafico D). Tuttavia, il quadro si è invertito nel secondo e nel terzo trimestre del 2021, con l'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia e il peso esercitato sulla dinamica dei depositi dall'inflazione indotta da fattori dal lato dei costi. In quel periodo, le minori restrizioni hanno determinato una riduzione delle disparità in termini di risparmio, stimolando i consumi a elevata intensità di contatti, soprattutto nel caso delle famiglie più ricche, mentre l'inflazione legata a fattori dal lato dei costi ha avuto l'effetto opposto, gravando in misura relativamente maggiore sui redditi reali da lavoro delle famiglie più povere. Ciò indica che le famiglie, specie nell'estremo inferiore della distribuzione della ricchezza, potrebbero aver modificato i flussi di depositi al fine di attenuare l'impatto degli shock inflazionistici determinati dai costi sulla spesa per consumi¹³.

¹³ Ciò è coerente con il fatto che le famiglie più povere spendono per l'energia una quota relativamente elevata del proprio reddito. Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* in questo numero del Bollettino.

Grafico D

Determinanti dei flussi totali di depositi e coefficiente di Gini

(contributi alle deviazioni dai tassi di crescita tendenziale sul trimestre precedente nel quarto trimestre del 2019, punti percentuali)



Fonti: DWA sperimentali, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per valutare le determinanti strutturali dei flussi di depositi delle famiglie lungo la distribuzione della ricchezza si utilizza un modello autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR). Il modello è individuato mediante restrizioni nulle e di segno, per cui uno shock positivo dovuto a fattori dal lato della domanda produce un aumento sia dei consumi privati in termini reali sia del deflatore dei consumi privati, mentre uno shock positivo determinato dai costi induce un aumento del deflatore dei consumi privati e un calo dei consumi privati in termini reali. Le reazioni dei flussi di depositi (misure totali e differenziali lungo la distribuzione della ricchezza netta) e il coefficiente di Gini sono mantenuti privi di restrizioni. Si ipotizza che i consumi privati in termini reali e il deflatore dei consumi privati non reagiscano all'impatto di altri shock non identificati imponendo restrizioni nulle. Il modello è stimato sulla base di dati trimestrali (espressi in variazioni percentuali sul periodo precedente) dal primo trimestre del 2009 al terzo trimestre del 2021. Tutti i dati (ad eccezione del coefficiente di Gini) sono destagionalizzati. Per "fasi iniziali della pandemia di COVID-19" si intende il periodo compreso tra il primo trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021. Per "periodo di mercato aumento dell'inflazione" si intende il periodo compreso tra il secondo e il terzo trimestre del 2021.

È probabile che i recenti andamenti dei flussi di depositi delle famiglie e della disuguaglianza in termini di risparmio siano stati determinati dalle restrizioni legate alla pandemia e dall'inflazione dovuta a fattori dal lato dei costi, nonché dall'incertezza causata dalla guerra in Ucraina. Nel quarto trimestre del 2021 e nel primo del 2022, l'inasprimento delle restrizioni sui consumi a elevata intensità di contatti e gli shock inflazionistici determinati dai costi dovrebbero aver avuto effetti opposti sulla dinamica dei depositi e acuito, entrambi, la disuguaglianza in termini di risparmio. L'incertezza causata dalla guerra in Ucraina potrebbe aver determinato un incremento dei risparmi delle famiglie a fini precauzionali, ma anche indotto effetti di ribilanciamento dei portafogli, comportando, in ultima analisi, impatti incerti sui flussi di depositi e sulla loro distribuzione.

I salari minimi e il loro ruolo per la crescita salariale nell'area dell'euro

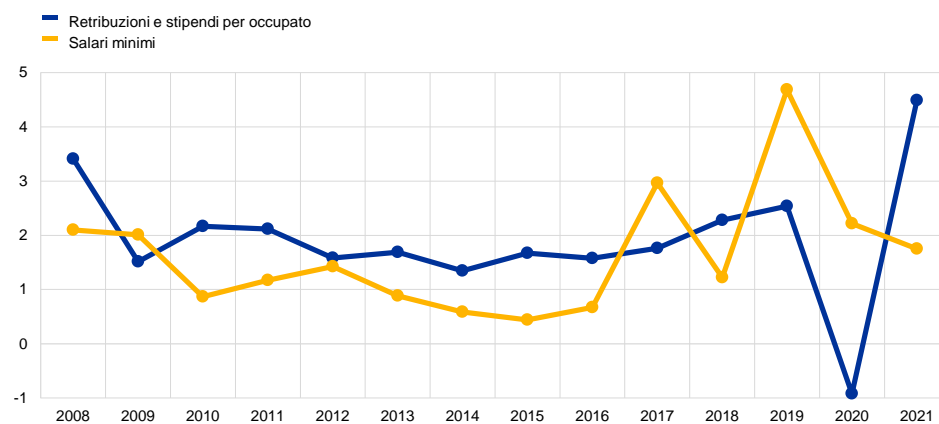
a cura di Gerrit Koester e David Wittekopf

I salari minimi sono diffusi in molti paesi dell'area dell'euro e le variazioni apportate ad essi possono avere effetti rilevanti sulla crescita salariale a livello aggregato. Il salario minimo è adottato in 15 dei 19 paesi dell'area dell'euro¹. I livelli salariali minimi sono fissati secondo metodi diversi, comprese formule predefinite, raccomandazioni di comitati di esperti e consultazione delle parti sociali, e sono spesso anche soggetti alla discrezionalità del governo. La frequenza con cui si apportano variazioni è diversa in base al paese, tuttavia, la maggior parte dei paesi solitamente rivede i propri salari minimi ogni anno o due. Dal punto di vista contabile, le variazioni del salario minimo possono avere un effetto meccanico diretto sulla crescita salariale a livello aggregato. Un aumento del salario minimo innalza il livello retributivo per coloro che percepivano salari più bassi del nuovo minimo. Un salario minimo più elevato può altresì innalzare la quota di lavoratori pagati al minimo salariale nell'intera economia, soprattutto in caso di aumenti notevoli. Variazioni del salario minimo possono anche avere un impatto indiretto sulle retribuzioni superiori al minimo, al fine di mantenere una certa distanza dai salari minimi o adottando i relativi aumenti come parametro per le trattative salariali.

Grafico A

Crescita dei salari minimi e andamento nel tempo di retribuzioni e stipendi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: statistiche EU-SILC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la crescita del salario minimo per paese è ponderata per la quota stimata di retribuzioni e stipendi corrisposta ai percettori in ogni paese sulla base dei dati delle statistiche EU-SILC dell'anno in questione, mantenendo costanti i pesi del 2018 per il periodo compreso tra gli anni 2018 e 2021. Per la Germania (dove il salario minimo è stato introdotto soltanto dal 2015), sono stati inclusi degli aumenti dello 0 per cento per il periodo compreso tra gli anni 2008 e 2015.

Sebbene i salari minimi nell'area dell'euro abbiano mostrato in media una tendenza a crescere a un ritmo simile a quello di retribuzioni e stipendi, in alcuni anni la crescita dei salari minimi si è anche fortemente discostata da

¹ I quattro paesi dell'area dell'euro che non prevedono salari minimi obbligatori sono Italia, Cipro, Austria e Finlandia.

quella di retribuzioni e stipendi. Nel periodo compreso tra gli anni 2009 e 2019 (approssimativamente dall'insorgere della crisi finanziaria mondiale fino a prima della pandemia), la crescita dei salari minimi è stata in media pari all'1,5 per cento, lievemente inferiore rispetto a quella di retribuzioni e stipendi per occupato, che è aumentata dell'1,8 per cento nell'area dell'euro² (cfr. il grafico A). Lo scostamento maggiore tra la crescita di retribuzioni e stipendi per occupato e quella dei salari minimi è stato riscontrato nel 2019, anno in cui quest'ultimi registrarono una crescita pari al 4,7 per cento, di gran lunga maggiore di quella di retribuzioni e stipendi per occupato, pari al 2,5 per cento. Durante la pandemia negli anni 2020 e 2021, molti accordi salariali hanno previsto soltanto aumenti bassi o nulli, mentre gli andamenti di stipendi e retribuzioni per occupato sono stati fortemente influenzati dalle misure di integrazione salariale³, i salari minimi sono cresciuti in media del 2,2 per cento nel 2020 e dell'1,7 nel 2021.

Sebbene la crescita del livello dei salari minimi sia spesso generalizzata tra i vari paesi, in termini quantitativi le variazioni apportate nei paesi di maggiori dimensioni determinano gli andamenti medi dell'area dell'euro. Per la prima volta dal 2008, tutti i paesi che prevedono un salario minimo lo hanno aumentato nel 2019 (cfr. il pannello a) del grafico B), contribuendo alla crescita relativamente elevata dei salari minimi registrata in quell'anno. Il fattore determinante per il forte rialzo del valore aggregato dell'area dell'euro è stato l'aumento del salario minimo in Spagna, pari al 22 per cento circa (cfr. il pannello b) del grafico B).

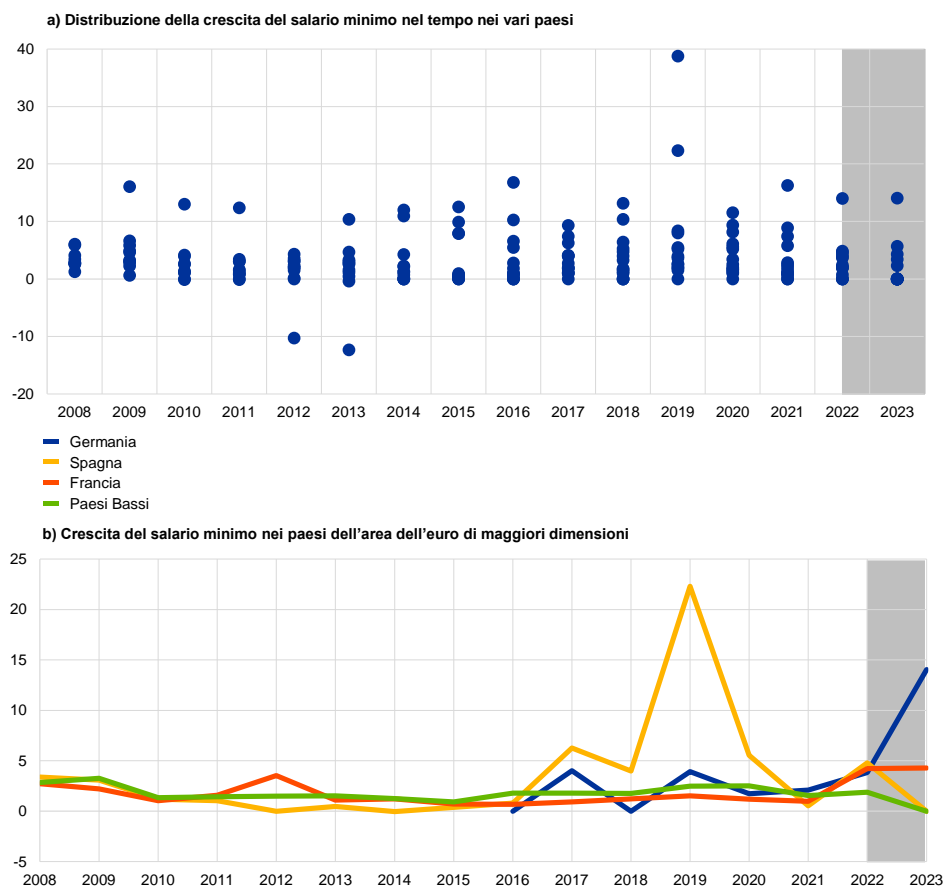
² Nel periodo compreso tra gli anni 2009 e 2019 la crescita della retribuzione oraria è aumentata in media del 2 per cento.

³ Per ulteriori dettagli cfr. i seguenti riquadri di questo Bollettino: *Regimi di sostegno alla riduzione dell'orario lavorativo e loro effetti sulle retribuzioni e sul reddito disponibile* nel numero 4/2020 e *Andamento delle retribuzioni orarie e dei redditi per occupato dall'inizio della pandemia di COVID-19* nel numero 8/2020.

Grafico B

Crescita del salario minimo nei vari paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, istituti nazionali di statistica ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico del pannello a) si riferisce all'area dell'euro, a campione aperto. I salari minimi relativi al periodo compreso tra gli anni 2008 e 2021 si basano su dati forniti dall'Eurostat a gennaio e luglio di ogni anno. Per il 2022 e 2023 gli aumenti del salario minimo rispecchiano quelli già applicati o derivanti dall'indicizzazione dei salari minimi all'inflazione (applicando le previsioni più recenti formulate dagli esperti della BCE), considerando il mese in cui l'aumento diventa effettivo. L'area ombreggiata grigia indica la parte prospettica (2022 e 2023).

Si prevede che i salari minimi crescano in misura consistente in molti paesi dell'area dell'euro nel 2022 e 2023.

In base alle informazioni attualmente disponibili, per il 2022 si prevede un aumento dei salari minimi in 12 dei 19 paesi dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico B). La crescita più pronunciata è prevista in Germania, paese in cui si è stabilito che il salario minimo raggiunga i 12 euro all'ora a ottobre 2022, pari a un rialzo del 25 per cento rispetto al livello di dicembre 2021 (9,60 euro). Poiché tale aumento si verificherà solo nel quarto trimestre, esso sarà visibile nella crescita del salario minimo sul periodo corrispondente nel 2022 e 2023 (cfr. anche il pannello b) del grafico B). Chi si occupa di fissare i salari minimi ha motivato tali forti aumenti con l'esigenza di recupero dopo la crescita meno marcata di tali salari rispetto alla media di retribuzioni e stipendi, nonché con i tassi di inflazione attualmente elevati, che si ripercuotono in particolare sulle famiglie con redditi più bassi, per le quali le voci di spesa legate a tassi inflazionistici molto elevati, quali beni energetici e alimentari,

rappresentano una quota relativamente elevata del paniere dei consumi⁴. A causa dell'elevata incertezza che caratterizza le prospettive, sembrano probabili ulteriori variazioni ai salari minimi nel corso del 2022 e 2023, oltre a quelli già concordati e a quelli impliciti nelle clausole di indicizzazione all'inflazione.

Al fine di calcolare l'effetto meccanico diretto dei salari minimi sulla crescita salariale complessiva sono necessarie informazioni relative al numero di percettori. Per ottenere un valore approssimativo della quota sul totale di retribuzioni e stipendi corrisposta ai lavoratori pagati al salario minimo, il presente riquadro utilizza i dati delle statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (EU Statistics on Income and living Conditions, EU-SILC), tuttavia attualmente disponibili solo fino al 2018. Si calcola poi l'effetto meccanico diretto sulla crescita salariale complessiva moltiplicando il tasso di crescita del salario minimo per la quota di salari minimi sul totale di retribuzioni e stipendi⁵. Al fine di valutare gli effetti delle variazioni apportate ai salari minimi sulla crescita complessiva di retribuzioni e stipendi dopo il 2018 (l'anno più recente per cui sono disponibili i dati) sono richieste ipotesi ulteriori sull'andamento della quota di lavoratori pagati al salario minimo a partire da quell'anno. Nel presente riquadro si prendono in considerazione due opzioni: in base alla prima si mantiene il numero di percettori costante al livello del 2018. In base alla seconda opzione si adatta il numero di percettori sulla base della quota di occupati che nel 2018 si sarebbero collocati al di sotto del nuovo livello di salario minimo adottato negli anni successivi. Nel primo caso è probabile che si verifichi una sottostima della quota di percettori e di conseguenza dell'impatto meccanico diretto sulla crescita salariale, soprattutto in caso di notevoli aumenti del salario minimo, mentre nel secondo caso è probabile che si generino stime eccedenti, in quanto la scala salariale complessiva tende a salire ogni anno. Tali due opzioni forniscono un intervallo che riflette l'incertezza riguardo l'entità degli effetti meccanici diretti delle variazioni apportate al salario minimo.

Nel 2022 e 2023 ci si può attendere che le variazioni apportate ai salari minimi contribuiscano in misura più incisiva del solito alla crescita salariale dell'area dell'euro. Dal 2008 il contributo meccanico diretto fornito dalle variazioni del salario minimo alla crescita di retribuzioni e stipendi nell'area dell'euro è stato tendenzialmente inferiore a 0,1 punti percentuali all'anno, considerando le quote di

⁴ Per gli effetti dell'inflazione sui salari minimi (per esempio attraverso l'indicizzazione e il ruolo dei salari minimi per le contrattazioni a livello di settore), cfr., ad esempio, Gautier, E., Fougère, D. e Roux, S., "The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France", *Document de travail* n. 587, Banque de France, aprile 2016. Riguardo all'esposizione delle famiglie agli shock derivanti dai prezzi dell'energia, cfr., ad esempio, il grafico 6 dell'articolo *Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione* in questo numero del Bollettino.

⁵ In primo luogo si calcola la quota di percettori di salario minimo sulla base dei dati delle statistiche EU-SILC. A tal fine si calcola la quota di dipendenti con un reddito all'interno di una fascia compresa tra il 90 e il 110 per cento del salario minimo. Tale quota viene poi applicata al numero totale di dipendenti per calcolare il numero di percettori di salario minimo all'interno di un'economia. Moltiplicando tale numero per il relativo livello di salario minimo in ciascun paese si ottiene l'importo di retribuzioni e stipendi che possono essere assegnati ai percettori di salario minimo ed è possibile calcolare la quota di tale gruppo all'interno del monte salari complessivo per ciascun paese e, aggregando tali dati, per il complesso dell'area dell'euro. Tenendo in considerazione le differenze nelle ore lavorate dai percettori di salario minimo rispetto alla media complessiva dei dipendenti, i risultati rimangono sostanzialmente invariati. Le percentuali di dipendenti sono state stimate utilizzando i microdati UE-SILC per ogni anno fino all'ultima osservazione del 2018. Per il resto del campione le percentuali sono state mantenute costanti, salvo i casi in cui si dispone di dati amministrativi a livello di paese per integrare l'analisi. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Andamenti recenti in materia di contributi previdenziali e salari minimi nell'area dell'euro* nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

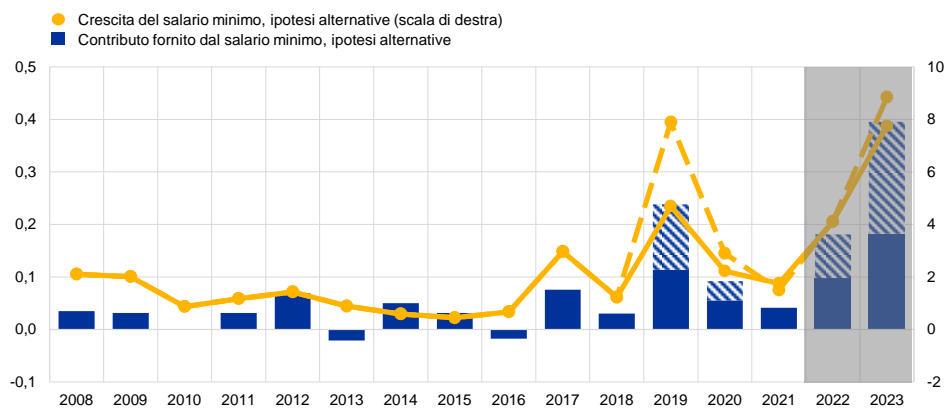
percettori di salario minimo che possono essere calcolate sulla base dei dati EU-SILC fino al 2018. Si stima che nel 2019 gli effetti siano stati notevolmente maggiori se si tiene conto degli effetti potenziali dell'aumento eccezionalmente elevato del salario minimo in Spagna, pari al 22 per cento (cfr. il pannello b) del grafico B), sulla quota di lavoratori che percepiscono salari minimi. In questo caso il contributo fornito alla crescita salariale complessiva dell'area dell'euro dalle variazioni apportate ai salari minimi aumenta da circa 0,1 punti percentuali (ipotizzando una quota invariata di percettori di salario minimo in Spagna nel 2019 rispetto al 2018) a 0,2 punti percentuali (nell'ipotesi di un aumento della quota di percettori di salario minimo in Spagna, inclusi tutti i lavoratori che nel 2018 hanno percepito una retribuzione inferiore al salario minimo di 900 euro al mese introdotto in Spagna nel 2019). Nel 2022 e 2023 si prevede che i contributi forniti dagli aumenti dei salari minimi alla crescita salariale complessiva siano molto più elevati. Sulla base dell'ipotesi che mantiene costante il numero di percettori di salario minimo ai livelli del 2018, è prevedibile che la crescita dei salari minimi nell'area dell'euro aumenti di oltre il 4 per cento nel 2022 e perfino di quasi l'8 per cento nel 2023, e che contribuisca per circa 0,1 punti percentuali alla crescita salariale dell'area dell'euro nel 2022 e di 0,2 punti percentuali nel 2023 (cfr. il grafico C). Il forte rialzo della crescita del salario minimo nell'area dell'euro è riconducibile in misura significativa all'aumento del salario minimo a 12 euro all'ora in Germania nell'ottobre 2022. Se la quota di percettori di salario minimo viene adeguata in caso di forti aumenti dei salari minimi – ad esempio, s'includono in Germania tutti i lavoratori che nel 2018 hanno percepito una retribuzione oraria pari o inferiore a 12 euro e in Spagna tutti i dipendenti che nel 2018 hanno percepito un salario mensile inferiore a 900 euro – la crescita del salario minimo nell'area dell'euro dovrebbe aumentare di oltre il 4 per cento nel 2022 e perfino del 9 per cento circa nel 2023, il che implica un contributo meccanico diretto dei salari minimi alla crescita di retribuzioni e stipendi pari a circa 0,2 punti percentuali nel 2022 e a circa 0,4 punti percentuali nel 2023⁶.

⁶ Per un calcolo degli effetti sulla crescita salariale dell'aumento del salario minimo previsto in Germania, cfr. anche ["The macroeconomic impact of the planned increase in the general statutory minimum wage to €12 per hour"](#), *Monthly Report*, vol. 74, n. 2, Deutsche Bundesbank, febbraio 2022.

Grafico C

Contributo (meccanico) diretto fornito alla crescita di retribuzioni e stipendi dalle variazioni apportate ai salari minimi

(scala di sinistra: punti percentuali; scala di destra: crescita percentuale sul periodo corrispondente)



Fonti: statistiche EU-SILC ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli effetti attesi stimati per gli anni 2022 e 2023 (mostrati nell'area ombreggiata), si basano sui piani attuali e sulle clausole di indicizzazione salariale. Il numero di percettori di salario minimo dopo il 2018 (ultimi dati EU-SILC disponibili) è mantenuto costante nelle ipotesi di base (linee continue/istogrammi pieni), mentre le ipotesi alternative (linee/istogrammi tratteggiati) prevedono pesi maggiori. In base alle ipotesi alternative, la quota di lavoratori percettori di salario minimo in Germania negli anni 2022 e 2023 è pari alla quota di coloro che nel 2018 hanno percepito una retribuzione oraria pari o inferiore a 12 euro. Per quanto riguarda la Spagna, l'ipotesi alternativa consiste nell'includere nella quota di lavoratori pagati al salario minimo tutti i lavoratori che nel 2018 hanno percepito una retribuzione mensile inferiore a 900 euro (il livello di salario minimo del 2019, sulla base di 14 mensilità annuali).

A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?

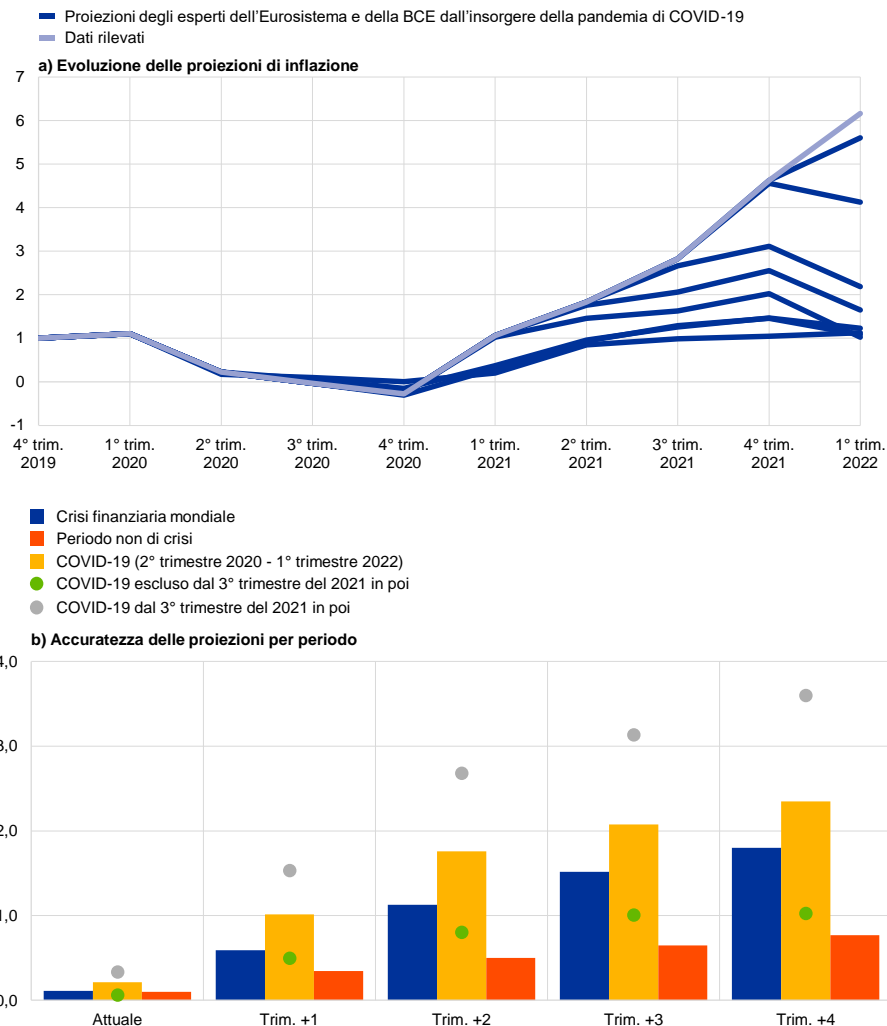
a cura di Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Baptiste Meunier, Adrian Page e Marcel Tirpák

Di recente le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno notevolmente sottostimato il forte rialzo dell'inflazione che si è verificato, in ampia misura, per via di circostanze eccezionali, quali dinamiche dei prezzi dei beni energetici senza precedenti e strozzature dal lato dell'offerta. Le proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC per il 2020 si sono rivelate piuttosto accurate, nonostante l'insorgere della pandemia di coronavirus (COVID-19). Nel primo trimestre del 2021, tuttavia, hanno iniziato a verificarsi episodi di stima per difetto, fenomeno che è andato accentuandosi dal terzo trimestre del 2021 in poi. La sottostima dell'inflazione per il primo trimestre del 2022 ha rappresentato l'errore a un trimestre più rilevante mai registrato sin dalle prime proiezioni formulate dagli esperti nel 1998, con uno scarto di 2,0 punti percentuali tra il dato rilevato e la proiezione di dicembre 2021 (cfr. il pannello a) del grafico A). L'accuratezza delle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC, ricavata dalla radice dell'errore quadratico medio, è diminuita notevolmente durante la crisi legata al COVID-19 (cfr. il pannello b) del grafico A), sebbene fino al secondo trimestre del 2021 (pallini verdi) le proiezioni continuassero a essere, in media, più accurate rispetto a quelle formulate nel periodo della crisi finanziaria mondiale, che pure aveva fatto registrare fluttuazioni dell'attività più contenute rispetto al periodo del COVID-19. La minore accuratezza delle proiezioni si è manifestata principalmente a partire dal terzo trimestre del 2021, quando andamenti inattesi dei prezzi dei beni energetici, uniti sia all'effetto della riapertura delle attività dopo le restrizioni dovute al coronavirus, sia all'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale, hanno dato luogo ad aumenti senza precedenti dell'inflazione misurata sullo IAPC (pallini grigi).

Grafico A

Evoluzione e accuratezza delle recenti proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC

(pannello a): variazione percentuale annua; pannello b): radice dell'errore quadratico medio in punti percentuali)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'area dell'euro.
 Note: nel pannello a) le linee blu scuro si riferiscono alle proiezioni pubblicate in successione tra giugno 2020 e marzo 2022.
 Nel pannello b) l'asse delle ascisse si riferisce agli orizzonti di proiezione; "Periodo non di crisi" copre il periodo che va dal quarto trimestre del 1999 fino al primo trimestre del 2008 e il periodo che va dal primo trimestre del 2014 fino al primo trimestre del 2020; "Crisi finanziaria mondiale" copre il periodo che va dal secondo trimestre del 2008 fino al quarto trimestre del 2009 e "COVID-19" copre il periodo che va dal secondo trimestre del 2020 fino al primo trimestre del 2022. I periodi sono individuati sulla base delle indicazioni del network per lo studio del ciclo economico nell'area dell'euro (Euro Area Business Cycle Network).

Per tutto il 2021 e fino al primo trimestre del 2022 le proiezioni di inflazione sono state elaborate mentre si stava registrando un aumento fuori dalla norma dei prezzi dei beni energetici. Negli ultimi trimestri i prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, nonché i prezzi del greggio, hanno tutti fatto registrare tassi di crescita annui straordinariamente elevati (cfr. il pannello a) del grafico B). Per quanto riguarda in particolare i prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, nel quarto trimestre del 2021 i tassi di crescita sui dodici mesi (rispettivamente 540 e 390 per cento) corrispondevano a circa quattro volte il precedente punto di massimo registrato nel periodo fra il 2005 e il 2020, e tutte le osservazioni a partire dal secondo trimestre del 2021 si sono collocate ben al di sopra dei precedenti valori storici. Nel primo trimestre del 2022 l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha determinato un

aumento ancora più marcato dei prezzi delle materie prime energetiche. Nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, le ipotesi sui prezzi delle materie prime energetiche sono definite partendo dai contratti future basati sul mercato, in virtù di una prassi condivisa da banche centrali e istituzioni internazionali¹. L'anomalo aumento dei prezzi dei beni energetici non era stato previsto, in larga misura, dagli operatori di mercato (cfr. il pannello b) del grafico B).

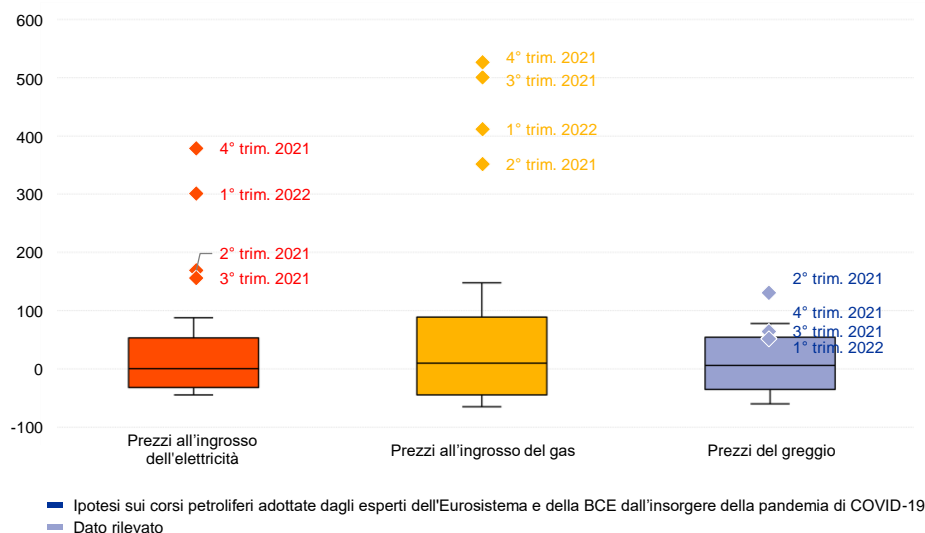
¹ Le ipotesi riguardanti i prezzi delle materie prime energetiche sono definite in base ai contratti future sui corsi petroliferi nelle proiezioni dell'FMI, della Commissione europea e di numerose banche centrali, fra cui il Federal Reserve System e la Banca del Giappone. Un approccio alternativo (utilizzato dall'OCSE e dalla Reserve Bank of Australia) consiste nell'ipotizzare prezzi costanti del petrolio, mentre la Bank of England utilizza i prezzi dei contratti future per i primi sei mesi, e successivamente un prezzo del petrolio costante. Nel recente periodo, giacché i contratti future sui corsi petroliferi indicavano un lieve calo dei prezzi, un'ipotesi di prezzo costante avrebbe contenuto la sottostima dell'inflazione. Ciononostante, la portata dei rincari del petrolio è stata tale per cui la riduzione si sarebbe rivelata minima rispetto all'entità degli errori. Per far fronte all'incertezza che caratterizza le ipotesi sui corsi petroliferi, le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE vengono periodicamente integrate con analisi di sensibilità che mostrano l'impatto di profili alternativi basati sulle densità delle probabilità implicite nelle opzioni neutrali al rischio per i contratti future sui corsi petroliferi, fra altri fattori.

Grafico B

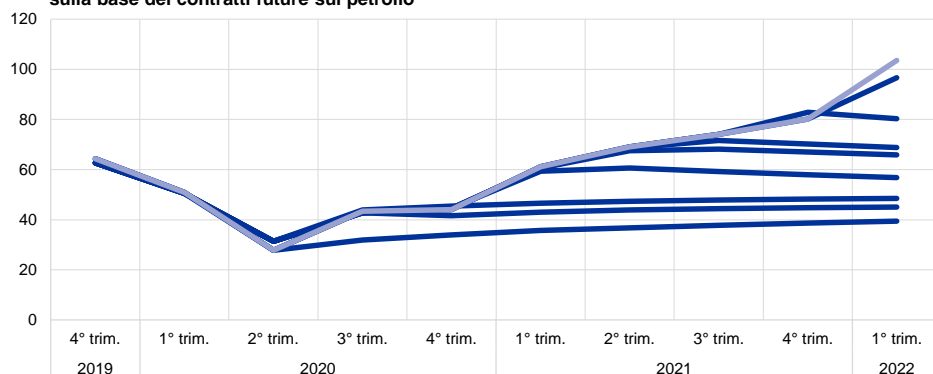
Andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche

(pannello a): variazioni percentuali sui dodici mesi; pannello b): dollari statunitensi al barile)

a) Tendenze recenti in prospettiva storica



b) Evoluzione delle ipotesi sui corsi petroliferi adottate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE sulla base dei contratti future sul petrolio



Fonti: Eurostat, Bloomberg, Refinitiv e Fraunhofer ISE.

Note: nel pannello a) i box plot si riferiscono alle distribuzioni tra il secondo trimestre del 2005 e il primo trimestre del 2021, i box vanno dal primo al terzo quartile e le linee orizzontali rappresentano il valore minimo e quello massimo; i prezzi all'ingrosso dell'elettricità sono una media ponderata (in cui come ponderazione si utilizza la produzione di elettricità) dei prezzi nei mercati dell'area dell'euro definiti "big five". Nel pannello b) le linee blu scuro si riferiscono alle ipotesi utilizzate nelle proiezioni pubblicate in successione tra giugno 2020 e marzo 2022. I corsi petroliferi si riferiscono al prezzo del greggio di qualità Brent. I dati sono riportati su base trimestrale.

In tempi recenti tanto le istituzioni internazionali quanto i previsori del settore privato hanno analogamente compiuto errori rilevanti nel formulare le proprie proiezioni di inflazione per l'area dell'euro. Nel periodo del COVID-19, l'accuratezza delle previsioni di inflazione tra i vari previsori è stata, in media, comparabile (cfr. il pannello a) del grafico C), mentre per il 2021 e il primo trimestre del 2022 la totalità dei previsori ha sottostimato l'inflazione in misura significativa. Ciò mette in luce la notevole difficoltà di prevedere l'inflazione in un periodo caratterizzato da un'estrema volatilità degli andamenti economici e, in particolare, dei prezzi delle materie prime energetiche. Rispetto ad altri analisti, gli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno raggiunto risultati meno soddisfacenti nel formulare le proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC per il primo trimestre del

2021, ma il grado di accuratezza relativo è aumentato per i successivi trimestri del 2021 e per il primo trimestre del 2022.

L'accuratezza delle proiezioni per l'inflazione complessiva formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE è simile a quella delle proiezioni pubblicate dal Federal Open Market Committee e dalla Bank of England in riferimento alle proprie economie. Il pannello b) del grafico C confronta quattro blocchi di proiezioni pubblicate nel 2021 e segnala gli errori relativi all'inflazione nel quarto trimestre del 2021, periodo in cui l'inflazione ha riservato sorprese considerevoli. Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE e quelle del Federal Open Market Committee godono di un piccolo vantaggio informativo rispetto a quelle della Bank of England poiché, essendo le loro date di ultimo aggiornamento dei dati collocate più in avanti nel tempo, in genere dispongono di un'osservazione mensile sull'inflazione in più. L'impennata dell'inflazione complessiva registrata nelle varie economie nel 2021 non era stata prevista da nessuna delle banche centrali e gli errori significativi compiuti sul quarto trimestre sono stati sostanzialmente comparabili².

² Per mancanza di dati abbiamo escluso da questo confronto le proiezioni di inflazione formulate dai membri del Policy Board della Banca del Giappone, che vengono rese disponibili come medie annue e solo per gli esercizi finanziari. Tuttavia, se si considerano i dati effettivi sull'inflazione pubblicati fino ad oggi, le proiezioni della Banca del Giappone sembrano aver sovrastimato l'inflazione nell'esercizio finanziario 2021, terminato a marzo 2022. L'inflazione al consumo è rimasta contenuta nell'esercizio finanziario 2021 anche per effetto delle considerevoli riduzioni delle tariffe di telefonia mobile che, secondo le stime della Banca del Giappone, hanno sottratto circa 1,1 punti percentuali all'inflazione misurata dall'indice dei prezzi al consumo al netto degli alimentari freschi (cfr. Banca del Giappone, "Outlook for Economic Activity and Prices", gennaio 2022).

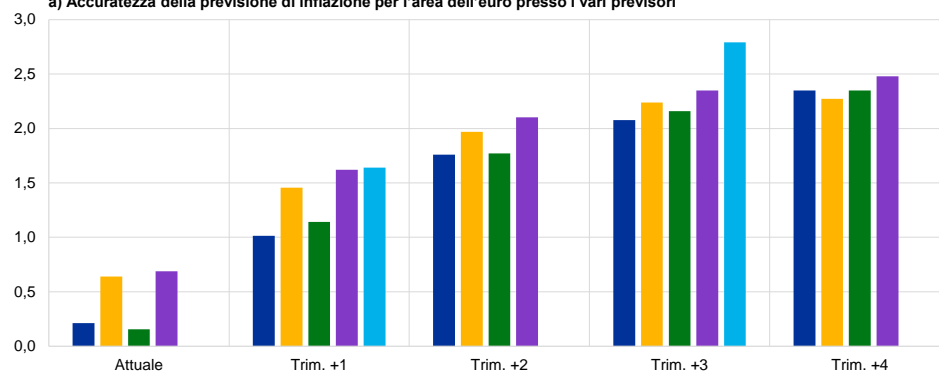
Grafico C

Accuratezza comparata delle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE dall'inizio del periodo del COVID-19.

(pannello a): radice dell'errore quadratico medio in punti percentuali; (pannello b): punti percentuali)

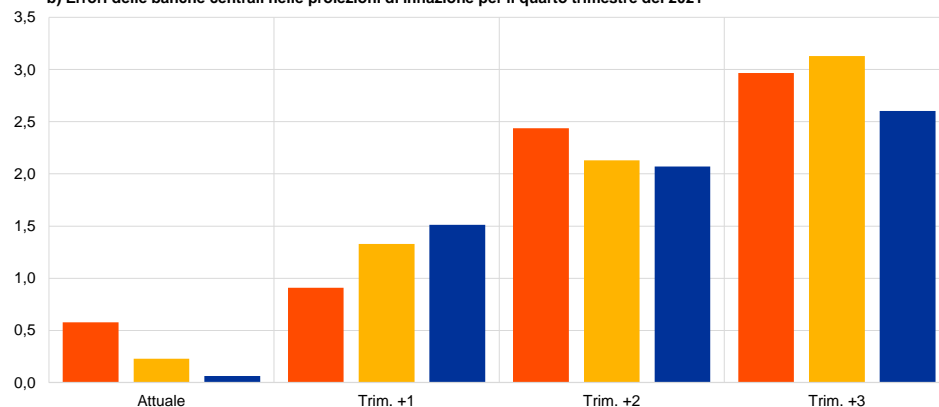
■ Esperti dell'Eurosistema e della BCE
 ■ Commissione europea
 ■ Consensus Economics
 ■ Euro Zone Barometer
 ■ OCSE

a) Accuratezza della previsione di inflazione per l'area dell'euro presso i vari previsori



■ Esperti dell'Eurosistema e della BCE
 ■ Federal Open Market Committee
 ■ Bank of England

b) Errori delle banche centrali nelle proiezioni di inflazione per il quarto trimestre del 2021



Fonti: per entrambi i pannelli – Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni degli esperti della BCE. Pannello a) – Consensus Economics, Commissione europea, Euro Zone Barometer, OCSE ed Eurostat. Pannello b) – BCE, Federal Open Market Committee e Bank of England.

Note: il periodo del COVID-19 si riferisce alle proiezioni dal secondo trimestre del 2020 al primo trimestre del 2022. Pannello a) – per l'Euro Zone Barometer mensile viene utilizzata per ciascun trimestre l'indagine più prossima alla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Per l'OCSE, le proiezioni per il trimestre corrente e per il secondo e il quarto trimestre successivo non sono incluse per problemi di comparabilità. Pannello b) – l'errore di proiezione è definito come il dato rilevato al netto del dato previsto. Per il FOMC si riportano le proiezioni di inflazione mediane.

Circa tre quarti dei recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE sono riconducibili, in media, a errori nelle ipotesi determinanti, in particolare quelle riferite ai prezzi dei beni energetici (cfr. il grafico D). Come menzionato precedentemente, queste proiezioni, per come sono strutturate, dipendono da una serie di ipotesi sui prezzi delle materie prime, nonché dai tassi di cambio e dai tassi di interesse che, nella maggior parte dei casi, si basano su informazioni ricavate dai mercati finanziari. Gli errori nelle ipotesi riguardanti i corsi petroliferi hanno fornito il contributo più costante e significativo agli errori sull'inflazione (istogrammi gialli), in particolare per quanto riguarda gli orizzonti più lunghi. Allo stesso tempo, la sottostima dell'aumento dei prezzi di gas ed

elettricità, in un contesto caratterizzato da una divergenza senza precedenti fra i prezzi del petrolio e quelli del gas, è alla base della maggior parte degli errori verificatisi sugli orizzonti brevi dal terzo trimestre del 2021 in poi (istogrammi verdi)³. Tali errori potrebbero anche essere riconducibili alla trasmissione più rapida del previsto dai prezzi all'ingrosso ai prezzi al consumo dell'energia, come suggerisce la maggiore correlazione registrata di recente tra i prezzi correnti del gas nei mercati all'ingrosso e quelli nei mercati al consumo⁴. Per quanto riguarda l'elettricità, in alcuni paesi i prezzi all'ingrosso si sono trasmessi ai consumatori quasi immediatamente, laddove tale trasmissione solitamente richiedeva fra i tre e i dodici mesi⁵. Oltre all'impatto diretto sui prezzi al consumo dei beni energetici, tali errori nelle ipotesi hanno anche generato effetti indiretti sulle proiezioni per l'inflazione dei beni non energetici (cfr. gli istogrammi blu ombreggiati). Al di là della componente energetica, agli errori ha contribuito anche il fatto che tanto l'inflazione quanto la ripresa dell'attività economica presso i principali partner commerciali dell'area dell'euro sono state superiori alle attese, in particolare per l'orizzonte a quattro trimestri (istogrammi rossi). Nel complesso, le ipotesi tecniche e i corrispondenti errori sull'inflazione dei beni energetici hanno svolto un ruolo importante nei recenti casi di sottostima dell'inflazione. Ciò vale in particolare per l'orizzonte a un trimestre in cui, in termini assoluti, tali errori hanno contribuito per 1,6 punti percentuali all'errore complessivo relativo al primo trimestre del 2022, segnando un massimo storico. Per fare un confronto, prima del COVID-19 in genere il loro impatto era più contenuto (0,2 punti percentuali in termini assoluti).

³ Anche la complessa fissazione dei prezzi dell'elettricità nei paesi dell'area dell'euro ha contribuito alla difficoltà di prevedere i prezzi al consumo dell'elettricità. Cfr. il riquadro 3 delle [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021](#) pubblicate sul sito Internet della BCE il 16 dicembre 2021.

⁴ La correlazione mobile a 24 mesi tra i movimenti contemporanei delle due serie è aumentata da 0,36 (in media tra il 2005 e il 2021) a 0,92 nella seconda metà del 2021.

⁵ Cfr. Task Force del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, n.113, BCE, giugno 2010.

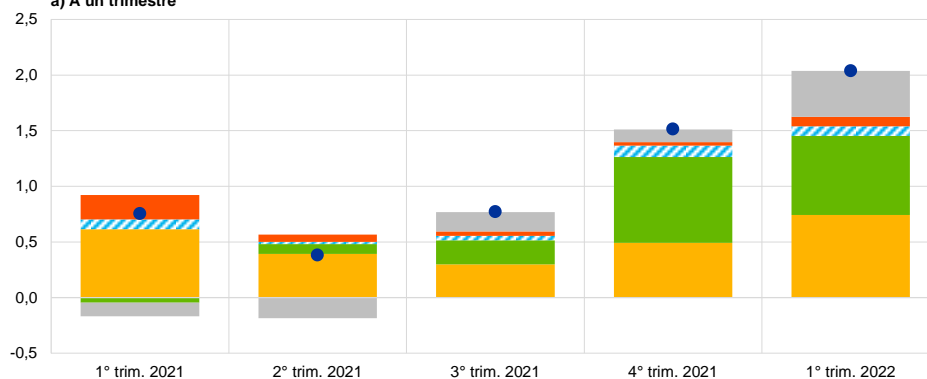
Grafico D

Scomposizione degli errori nelle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC su diversi orizzonti

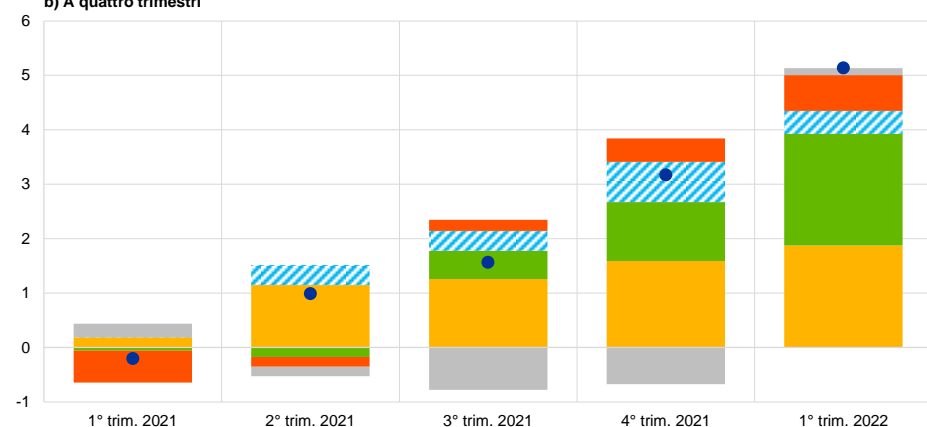
(punti percentuali)

- Errore complessivo
- Prezzo del petrolio (effetti diretti)
- Prezzi del gas e dell'elettricità (effetti diretti)
- ▨ Effetti indiretti dei prezzi dei beni energetici
- Altre ipotesi e variazioni dei pesi
- Altri fattori

a) A un trimestre



b) A quattro trimestri



Fonte: elaborazioni della BCE basate sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati per l'elaborazione delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro.

Note: l'"errore complessivo" è il dato rilevato al netto del dato previsto. Le proiezioni "a un trimestre" e "a quattro trimestri" si riferiscono all'orizzonte temporale di proiezione, ad esempio l'errore di proiezione a un trimestre per il primo trimestre del 2021 rappresenta l'errore riscontrato nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2020 in merito all'inflazione relativa al primo trimestre del 2021. La voce "altre ipotesi e variazioni dei pesi" rappresenta le ipotesi riguardanti i tassi di interesse a breve e lungo termine, le quotazioni del mercato azionario, la domanda estera, i prezzi all'esportazione dei concorrenti, i prezzi dei beni alimentari e il tasso di cambio, nonché l'effetto delle variazioni dei pesi dello IAPC. La voce "prezzi del gas e dell'elettricità (effetti diretti)" corrisponde all'errore nella stima dell'inflazione dei beni energetici che non è riconducibile all'impatto degli errori connessi con petrolio e tasso di cambio. La voce "effetti indiretti dei prezzi dei beni energetici" rappresenta la somma degli effetti indiretti dei prezzi di petrolio, gas ed elettricità (basati, per il petrolio, sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema, mentre per gas ed elettricità sono calcolati ipotizzando un'elasticità che è proporzionale allo shock petrolifero).

Fra i fattori che probabilmente hanno contribuito agli errori di previsione dell'inflazione vi sono gli effetti inattesi connessi con il protrarsi delle strozzature dal lato dell'offerta e con la riapertura dell'economia, la capacità inutilizzata nel mercato del lavoro che è stata inferiore alle attese e i rincari dei beni energetici, la cui trasmissione verosimilmente è stata più marcata del solito. Prevedere questi andamenti fuori dalla norma si è rivelato difficoltoso.

In particolare, le strozzature dal lato dell'offerta, che riflettono sia la rapida ripresa della domanda mondiale di beni sia le turbative lungo le catene produttive, si sono

rivelate molto più rigide del previsto, soprattutto nella seconda metà del 2021⁶. Per quanto riguarda l'inflazione dei beni industriali non energetici, le simulazioni elaborate dagli esperti della BCE indicano che il contributo riconducibile alle strozzature dal lato dell'offerta è stato rilevante (circa 0,5 punti percentuali nella seconda metà del 2021)⁷. Gli errori nell'inflazione dei servizi sono stati determinati principalmente da incrementi dei prezzi superiori alle attese nei settori a elevata intensità di contatto, in seguito alla riapertura dell'economia. Tuttavia, l'aumento dei prezzi dei servizi è stato generalizzato, con pressioni al rialzo che si sono manifestate anche in alcuni settori a minore intensità di contatto (come ad esempio la manutenzione e la riparazione degli alloggi e le comunicazioni). Un ulteriore fattore potrebbe anche essere legato alla capacità inutilizzata nel mercato del lavoro inferiore alle attese, in quanto le proiezioni sulla disoccupazione sono state successivamente riviste al ribasso per questo periodo. Ciò in parte riflette le revisioni al rialzo delle proiezioni relative al PIL in termini reali che si sono susseguite tra la fine del 2020 e l'ultima parte del 2021. Si considera, tuttavia, che gli episodi di sottostima della crescita del PIL abbiano contribuito solo marginalmente agli errori commessi nel prevedere l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Infine, la trasmissione più marcata del solito dei prezzi delle materie prime energetiche all'inflazione dei beni non energetici potrebbe aver acuito gli effetti indiretti rispetto a quanto ci si attendeva sulla base delle stime basate sui modelli, piuttosto contenute (cfr. gli istogrammi blu ombreggiati nel grafico D)⁸. L'incertezza che caratterizza le elasticità utilizzate per valutare l'impatto sulla base dei modelli dovrebbe essere data per assodata, ma nel caso dell'effetto indiretto dei prezzi delle materie prime energetiche la sottostima potrebbe essere dovuta a forti non linearità, in un contesto caratterizzato da aumenti dei prezzi ai massimi storici e da uno spazio di manovra limitato a disposizione delle imprese per assorbire tali aumenti, dati i margini compressi.

Gli esperti dell'Eurosistema e della BCE rivedono periodicamente la qualità previsiva delle proiezioni che elaborano e adeguano l'insieme delle ipotesi e i processi di modellizzazione per tener conto delle evoluzioni più recenti⁹.

Gli errori sono intrinseci alla natura stessa degli esercizi previsivi condotti dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE, che dipendono da una serie di ipotesi tecniche

⁶ Cfr. ad esempio: Lane, P.R., "[Bottlenecks and monetary policy](#)", *Il blog della BCE*, BCE, 10 febbraio 2022; Panetta, F., "[Patient monetary policy amid a rocky recovery](#)", intervento all'Università Sciences Po, Parigi, 24 novembre 2021, e i seguenti riquadri di questo Bollettino: [La carenza di semiconduttori e le sue implicazioni per il commercio, la produzione e i prezzi dell'area dell'euro](#) nel numero 4/2021 e [L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta](#) nel numero 6/2021.

⁷ L'inflazione dei beni industriali non energetici si è attestata in media al 2,1 per cento nel medesimo periodo. Le stime seguono l'approccio illustrato nel riquadro [Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale](#) nel numero 8/2021 di questo Bollettino, utilizzando modelli VAR per l'inflazione dei beni industriali non energetici, i prezzi alla produzione, la produzione industriale, i volumi delle esportazioni e delle importazioni, e una proxy delle strozzature basata sul PMI (shock stimato dal lato dell'offerta sulla base del PMI e tempi di consegna rilevati dal PMI) che non tiene conto dell'effetto dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, l'effetto di strozzatura che ne deriva potrebbe anche essere influenzato dagli andamenti dei prezzi del petrolio. Stime preliminari suggeriscono che l'impatto delle strozzature è marginalmente inferiore laddove includa i corsi petroliferi (e da essi dipenda).

⁸ Le stime dell'impatto delle diverse ipotesi sugli errori di proiezione per l'inflazione si basano sui modelli impiegati dagli esperti dell'Eurosistema per elaborare le loro proiezioni. Per maggiori dettagli cfr. le note del grafico D.

⁹ Cfr., ad esempio, l'articolo [La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

basate principalmente su informazioni desunte dai mercati, fra cui i prezzi dei beni energetici. Nondimeno, l'esperienza recente fornisce alcune indicazioni per apportare miglioramenti e aumentare la robustezza delle proiezioni. L'insieme delle ipotesi tecniche adottate per formulare le proiezioni viene periodicamente rivisto ed è in via di aggiornamento. In particolare, gli andamenti recenti evidenziano la necessità di una valutazione più dettagliata del mercato dei beni energetici. Di questo si è tenuto conto al momento in cui, di recente, sono state incluse le ipotesi relative ai prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità, nonché quelle relative al sistema dell'UE deputato allo scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System, EU ETS)¹⁰. Inoltre, i modelli utilizzati dagli esperti per le proiezioni sono all'avanguardia e vengono costantemente affinati. Come è avvenuto nel periodo del COVID-19, i modelli di proiezione di base sono oggetto di integrazioni con modelli satellite aventi finalità specifiche, congegnati per dar conto di determinati shock¹¹. Nondimeno, l'attuale contesto caratterizzato da volatilità dei prezzi delle materie prime energetiche, in combinazione con l'incertezza causata dalla guerra in Ucraina e con gli effetti delle riaperture dopo la revoca delle restrizioni dovute alla pandemia, è tale per cui, nel breve periodo, prevedere gli andamenti dell'inflazione continuerà probabilmente a essere un compito molto difficile. In questo contesto, integrare lo scenario di base delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE con analisi di scenario e di sensibilità può aiutare a ottenere una rappresentazione più esaustiva delle prospettive di inflazione¹².

¹⁰ Fino a poco tempo fa, lo stretto comovimento dei prezzi del petrolio e del gas induceva a ritenere che un'unica ipotesi, relativa al petrolio, fosse sufficiente. Inoltre, il costo dei diritti di emissione faceva sì che l'impatto sull'inflazione complessiva fosse modesto.

¹¹ Cfr., ad esempio, Work stream on Eurosystem modelling, "[Review of macroeconomic modelling in the Eurosystem: current practices and scope for improvement](#)", *Occasional Paper Series*, n. 267, BCE, settembre 2021. Inoltre, nel suo piano di azione sul cambiamento climatico, la BCE, oltre a condurre analisi teoriche ed empiriche, si è impegnata ad accelerare lo sviluppo di nuovi modelli volti a monitorare le implicazioni del cambiamento climatico e delle politiche adottate per farvi fronte (cfr., ad esempio, [Prezzi delle quote di emissione dell'UE nell'ambito del piano d'azione della BCE per i cambiamenti climatici](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino). In aggiunta, sono stati sviluppati anche modelli satellite che mirano a valutare l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta sull'economia (cfr. ad esempio i seguenti riquadri di questo Bollettino: [I fattori alla base della recente impennata dei costi del trasporto marittimo](#) nel numero 3/2021; [Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro](#) nel numero 8/2021 e [Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione](#) nel numero 2/2022).

¹² In una prospettiva di più lungo periodo, test statistici che includono la totalità delle osservazioni fra il 1999 e il 2022 indicano che le proiezioni elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE sia per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, sia per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni alimentari ed energetici sono obiettive, efficienti e accurate dal punto di vista direzionale, e che queste caratteristiche non sono inficiate in maniera significativa dagli errori di consistente entità verificatisi di recente. I test sono stati effettuati sulla base della metodologia descritta in Kontogeorgos, G. e Lambrias, K., "[An analysis of the Eurosystem/ECB projections](#)", *Working Paper Series*, n. 2291, BCE, giugno 2019. Trattandosi di un periodo così lungo, i risultati di tali test si riferiscono, in qualche misura, anche a un periodo del passato in cui vi sono state una serie di sovrastime dell'inflazione, perlopiù fra il 2013 e il 2016 (cfr. [La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino).

6 Il ruolo delle speculazioni nel recente aumento dei prezzi delle quote di emissioni nell'UE

a cura di Miguel Ampudia, Giovanna Bua, Daniel Kapp e Dilyara Salakhova

Dall'inizio del 2018, il prezzo delle quote di emissione (European Union Allowances, EUA) negoziato tramite il sistema dell'UE deputato allo scambio di tali quote (Emissions Trading System, ETS) è salito da meno di 10 euro per tonnellata di carbonio a oltre 90 euro (cfr. il grafico A). In generale, come discusso di seguito, i prezzi delle EUA sono determinati principalmente da fattori dal lato della domanda (come l'attività economica e il passaggio da un tipo di carburante a un altro) e dalle politiche delle amministrazioni pubbliche. Le analisi degli andamenti dei mercati indicano che importanti fattori alla base dell'aumento osservato a inizio 2018 potrebbero essere stati l'introduzione di politiche sempre più rigorose in materia di cambiamento climatico sia all'interno dell'UE che a livello mondiale, nonché diverse variazioni nell'architettura di mercato del sistema ETS. Ad aprile 2018, con l'introduzione della nuova direttiva sul sistema ETS dell'UE¹, che definisce il quadro di riferimento per il quarto periodo di negoziazione, dal 2021 al 2030, tale regime sembra aver rafforzato la propria credibilità². Anche l'annuncio da parte della Commissione europea di un Green Deal europeo, a fine 2019, sembra aver sostenuto i prezzi delle EUA, così come l'approvazione, da parte del Consiglio europeo, di un nuovo obiettivo per la riduzione delle emissioni a livello di UE a fine 2020.

Gli aumenti dei prezzi delle EUA sono intervenuti, per la maggior parte, a partire da inizio 2021 e riflettono, probabilmente, una molteplicità di fattori. Le ricerche condotte dalla Commissione europea e le osservazioni degli operatori del mercato delle EUA individuano numerosi fattori alla base dell'accelerazione dei rincari a partire dai primi mesi del 2021. In primo luogo, le temperature particolarmente basse in Europa all'inizio del 2021 hanno causato un aumento della domanda di energia. Nel breve periodo, date le rigidità della produzione, la più elevata domanda di elettricità si è tradotta direttamente in un incremento della domanda di certificati EUA e, di conseguenza, in un aumento dei prezzi delle EUA. In secondo luogo, l'annuncio del pacchetto "Pronti per il 55%" ("Fit for 55") e delle proposte legislative della Commissione europea ha rafforzato il ruolo del sistema ETS dell'UE come importante strumento di decarbonizzazione. In terzo luogo, la fase 4 del sistema ETS, avviata nel 2021, ha comportato anche una contrazione dell'offerta di EUA nel tempo e un aggiornamento dei parametri relativi alla riserva stabilizzatrice del mercato (Market Stability Reserve), che limiterà ulteriormente la

¹ Direttiva (UE) 2018/410 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 marzo 2018, che modifica la Direttiva 2003/87/CE per sostenere una riduzione delle emissioni più efficace sotto il profilo dei costi e promuovere investimenti a favore di basse emissioni di carbonio e Decisione (UE) 2015/1814 (GU L 76 del 19.3.2018, pag. 3).

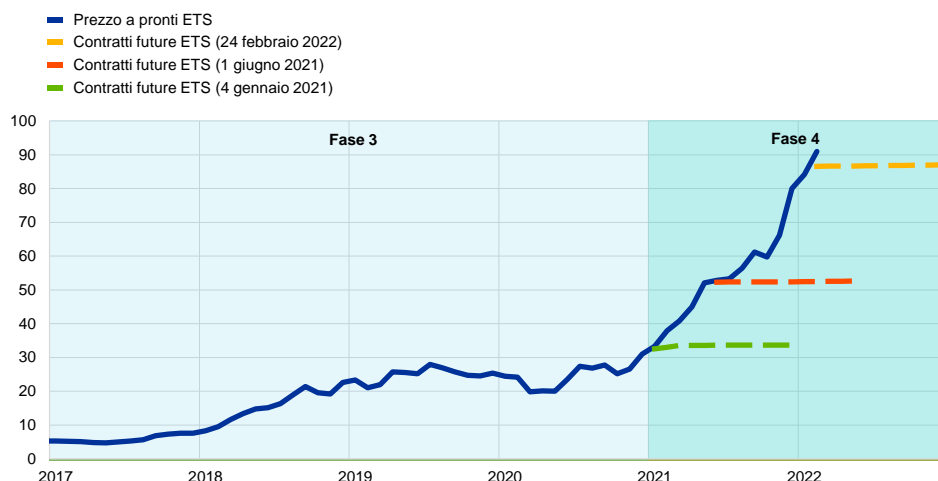
² La direttiva ha modificato la riserva stabilizzatrice del mercato e incrementato il tasso di riduzione del tetto di emissioni annue dall'1,74 per cento al 2,2 per cento per la fase 4 del sistema ETS.

quantità di EUA disponibili sul mercato³. Da ultimo, il principale fattore alla base dei più recenti aumenti dei prezzi è il rincaro del gas, che incoraggia i produttori di elettricità a passare dal gas al carbone per la produzione di energia elettrica, ricorrendo a processi con più elevate emissioni di CO₂ e incrementando così la domanda di quote di emissione.

Grafico A

Prezzi a pronti e dei contratti future sul sistema ETS

(euro per tonnellata di carbone)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il sistema ETS ha subito numerosi cambiamenti nel corso degli anni. Introdotto nel 2005, è articolato in diversi periodi di negoziazione e si trova ora nella sua quarta fase di negoziazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022 (prezzi ETS a pronti, dati mensili).

Alla luce dell'aumento particolarmente marcato dei prezzi delle EUA negli ultimi due anni, si è rivolta l'attenzione anche sul potenziale ruolo svolto dalle speculazioni. Sebbene sia atteso un aumento dei prezzi delle EUA per conseguire obiettivi di decarbonizzazione sempre più stringenti, forti rincari nel breve periodo potrebbero comportare un rapido aumento dei costi per le imprese senza che esse abbiano il tempo necessario ad adeguare le capacità produttive. A tal riguardo, le ricerche della Commissione europea suggeriscono che il rialzo dei prezzi potrebbe essere stato sostenuto dal maggiore interesse degli enti non conformi, come i fondi di investimento, al sistema ETS⁴. Le analisi di mercato suggeriscono inoltre che i fondi indicizzati quotati e altri fondi di investimento potrebbero svolgere un ruolo sempre più importante nel mercato ETS.

Tuttavia, gran parte degli studi empirici sulle determinanti dei prezzi del carbone si sono finora concentrati principalmente sulle determinanti strutturali delle oscillazioni dei prezzi, riservando un'attenzione limitata alle variazioni delle attività di speculazione. L'effetto di sostituzione derivante dal passaggio a diverse fonti di carburante con livelli di emissioni di carbonio differenti è stato

³ Cfr. il riquadro *Prezzi delle quote di emissione dell'UE nell'ambito del piano d'azione della BCE per i cambiamenti climatici* nel numero 6/2021 di questo Bollettino, per ulteriori informazioni sulle caratteristiche del sistema ETS.

⁴ Gli enti conformi sono società e operatori aerei che hanno l'obbligo di partecipazione al sistema ETS. Anche gli enti non conformi, come gli istituti di credito, le imprese di investimento, i fondi e le imprese che negoziano merci (per cui non sono previsti requisiti di conformità) possono partecipare.

identificato, in teoria, come una delle più importanti determinanti dei prezzi del carbone. Tuttavia, anche se in Europa la sostituzione avviene principalmente tra gas e carbone, vi sono solo evidenze empiriche contrastanti riguardo all'effetto della sostituzione tra carburanti sui prezzi del carbone in seguito alle variazioni dei prezzi di quest'ultimo⁵. La letteratura identifica nelle oscillazioni dell'attività economica⁶, così come nelle variazioni di prezzo dei prodotti finali principalmente sotto forma di prezzi dell'elettricità⁷, altre importanti determinanti dei prezzi. Le condizioni meteorologiche, infine, svolgono un ruolo importante perché possono influenzare la domanda di certificati di emissione sia attraverso il loro impatto sui consumi di energia sia attraverso gli effetti sulla produzione di energia rinnovabile, con il primo effetto che appare predominante⁸. Alcuni studi hanno anche investigato l'impatto degli annunci relativi alle variazioni dell'architettura del mercato (cioè il programma di offerta delle EUA), giungendo alla conclusione che essi abbiano effettivamente inciso in maniera importante sui prezzi delle EUA⁹. Infine, soltanto alcuni studi analizzano l'evoluzione del tipo di attività di scambio sui mercati del carbone, individuando un impatto limitato delle speculazioni¹⁰.

⁵ Cfr., ad esempio, Alberola, E., Chevallier, J. e Chèze, B., "Price drivers and structural breaks in European carbon prices 2005-2007", *Energy Policy*, vol. 36, n. 2, febbraio 2008, nonché Hintermann, B., "Allowance price drivers in the first phase of the EU ETS", *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 59, n. 1, 2010, pagg. 43-56, per un effetto al rialzo sui prezzi del carbone derivante dalla sostituzione tra diversi tipi di carburante. Per contro, altri studi come quello di Rickels, W., Görlich, D. e Oberst, G., "Explaining European emission allowance price dynamics: Evidence from Phase II", *Kiel Working Papers*, n. 1650, Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel), 2014, trovano scarsi riscontri dell'ipotesi di un effetto di sostituzione tra carburanti in seguito alle variazioni di prezzo del carbone.

⁶ La maggior parte degli studi utilizzano gli indici del mercato azionario come proxy per l'attività economica (cfr., ad esempio, Rickels, W. et al., op. cit.; nonché Koch, N., Fuss, S., Grosjean, G. e Edenhofer, O., "Causes of the EU ETS price drop: Recession, CDM, renewable policies or a bit of everything? – New evidence", *Energy Policy*, vol. 73, ottobre 2014, pagg. 676-685).

⁷ Cfr., ad esempio, Alberola, E. et al., op. cit., nonché Aatola, P., Ollikainen, M. e Toppinen, A., "Price determination in the EU ETS market: Theory and econometric analysis with market fundamentals", *Energy Economics*, vol. 36, marzo, 2013, pagg. 380-395. Secondo alcuni studi il prezzo dell'elettricità non dovrebbe essere incluso, per via della sua potenziale relazione bilaterale con il prezzo delle EUA (cfr., ad esempio, Fell, H., "EU-ETS and Nordic Electricity: A CVAR Analysis", *The Energy Journal*, vol. 31, n. 2, 2010, pagg. 1-26, nonché Lovcha, Y., Perez-Laborda, A. e Sikora, I., "The determinants of CO2 prices in the EU emission trading system", *Applied Energy*, vol. 305, numero C, n. S0306261921012162, 2022).

⁸ Gli studi incentrati sull'utilizzo dell'energia sono concordi sul ruolo svolto dai consumi straordinari legati a riscaldamento e climatizzazione nelle prime due fasi del sistema ETS (ad esempio, Bredin, D. e Muckley, C., "An emerging equilibrium in the EU emissions trading scheme", *Energy Economics*, vol. 33, n. 2, 2011, pagg. 353-362, nonché Lutz, B., Pigorsch, U. e Rotfuß, W., "Nonlinearity in cap-and-trade systems: The EUA price and its fundamentals", *Energy Economics*, vol. 40, numero C, 2013, pagg. 222-232). D'altro canto, il ruolo delle variazioni meteorologiche nell'offerta di energie rinnovabili è meno chiaro. Nel complesso, i risultati evidenziano un effetto marginale sui prezzi delle EUA, anche a seconda del tipo di energia rinnovabile e dei paesi considerati (ad esempio in Koch, N. et al., op. cit.).

⁹ Cfr. Conrad, C., Rittler, D. e Rotfuß, W., "Modeling and explaining the dynamics of European Union Allowance prices at high-frequency", *Energy Economics*, vol. 34, n. 1, 2012, pagg. 316-326; Koch, N. et al., op. cit.; nonché Koch, N., Grosjean, G., Fuss, S. e Edenhofer, O., "Politics matters: Regulatory events as catalysts for price formation under cap-and-trade", *Journal of Environmental Economics and Management*, vol. 78, numero C, 2016, pagg. 121-139.

¹⁰ Il lavoro di Lucia, J.J., Mansanet-Bataller, M. e Pardo, A., "Speculative and hedging activities in the European carbon market", *Energy Policy*, vol. 82, numero C, 2015, pagg. 342-351 esplora la dinamica delle attività speculative e di copertura nelle prime tre fasi del sistema ETS e riscontra che la speculazione ha probabilmente svolto un ruolo, in qualche misura, durante la fase 2, con il grado più elevato di attività speculativa riscontrato al momento della quotazione di un nuovo contratto. Inoltre, l'attività speculativa aumenta durante il primo trimestre di ogni anno. Nel complesso, tuttavia, il ruolo delle speculazioni nel processo di formazione dei prezzi non risulta particolarmente ampio. A tale visione contribuisce il lavoro di Lovcha, Y. et al., op. cit., in cui si documenta che, per una quota fino al 90 per cento, le oscillazioni del prezzo del carbone sono storicamente determinate da cambiamenti delle variabili fondamentali.

Al momento, le evidenze tangibili di un forte aumento dell'attività speculativa legato a potenziali cambiamenti nella struttura del mercato sembrano scarse.

L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA), nel suo rapporto preliminare sulla struttura del mercato delle emissioni di carbonio ha documentato il fatto che, sebbene il numero di controparti che detengono posizioni future sulle quote di emissioni nell'UE abbia mostrato una tendenza all'aumento dal 2018, tale incremento è stato relativamente omogeneo tra le diverse tipologie di controparti¹¹. In generale, gli operatori di mercato possono negoziare sulle quote EUA sia contratti a pronti, sia derivati. A differenza di quanto avviene in altri mercati di strumenti derivati, quelli sulle emissioni di carbonio sono quasi interamente negoziati in mercati regolamentati e compensati presso controparti centrali. I contratti future sono i derivati sulle quote di emissione più diffusi sul mercato secondario e quelli con scadenza a dicembre sono di gran lunga i più liquidi¹². I dati raccolti ai sensi del regolamento sulle infrastrutture del mercato europeo (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) nell'ambito di un trade repository regolamentare, in cui vengono registrati gli scambi di contratti finanziari derivati come i future, confermano che negli ultimi cinque anni la struttura del mercato è rimasta pressoché invariata (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò nonostante le dimensioni del mercato siano più che raddoppiate negli ultimi due anni, con il valore nozionale delle posizioni aperte in derivati EUA che ha raggiunto 415 miliardi di euro agli inizi di dicembre 2021¹³. Se l'attività speculativa fosse aumentata significativamente, ci si sarebbe atteso un aumento della quota di posizioni aperte in essere tra le istituzioni finanziarie (porzione blu degli istogrammi), che invece non si è concretizzato¹⁴. Ciò è in contrasto con le informazioni ricavate dall'analisi di mercato, dalle quali sembra emergere un recente aumento dell'attività dei fondi di investimento nel mercato del sistema ETS, che potrebbe indicare un aumento delle attività speculative. Nel complesso, tuttavia, i fondi di investimento continuano a rappresentare una quota molto modesta delle posizioni aperte in essere, che sono aumentate solo marginalmente, dallo 0,6 per cento del 2020 allo 0,7 per cento di fine 2021 (cfr. il pannello di destra del grafico B). Tali riscontri sono coerenti con l'ultimo rapporto dell'ESMA sul mercato delle emissioni di carbonio nell'UE¹⁵.

¹¹ Cfr. [“Preliminary report – Emission Allowances and derivatives thereof”](#), Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 15 novembre 2021.

¹² Cfr., ad esempio, Lucia, J.J. et al., op. cit., e Quemin, S. e Pahle, M., [“Financials Threaten to Undermine the Functioning of Emissions Markets”](#), disponibile sul sito dell'ISSRN, ultimo aggiornamento del 24 marzo 2022.

¹³ Il campione di dati EMIR qui utilizzato comprende le transazioni in cui almeno una controparte è situata nell'area dell'euro o i cui titoli sottostanti sono stati emessi da un soggetto dell'area. I dati, segnalati da entrambe le controparti commerciali, vengono abbinati ed epurati da eventuali duplicazioni e valori anomali. I dati definitivi possono comunque essere soggetti a ulteriori difetti qualitativi come ad esempio valori mancanti, mancate corrispondenze nelle transazioni, potenziali carenze nelle segnalazioni. Al fine di evitare effetti di fine anno il valore nozionale riportato risale al 7 dicembre 2021.

¹⁴ Tale incremento si contrappone talvolta a un aumento delle posizioni aperte tra istituzioni finanziarie e non finanziarie, secondo una dinamica in cui le entità non finanziarie acquistano contratti future su quote EUA per coprire i rischi derivanti dalla propria esposizione all'andamento dei prezzi delle emissioni di carbonio, mentre le controparti finanziarie agiscono da intermediari agevolando la negoziazione e fornendo liquidità al mercato. Cfr. [“Preliminary report — Emission Allowances and derivatives thereof”](#), Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 15 novembre 2021.

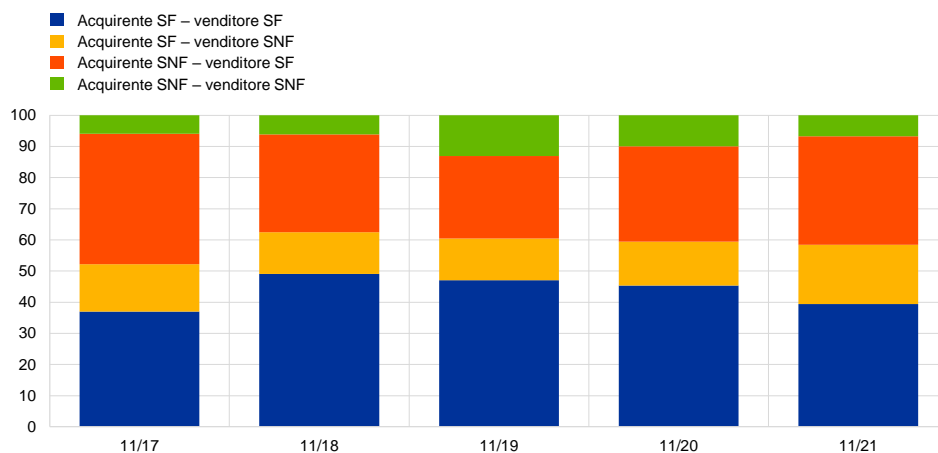
¹⁵ Cfr. [“Final Report — Emission allowances and associated derivatives”](#), Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, 28 marzo 2022.

Grafico B

Struttura di mercato del sistema ETS dell'UE

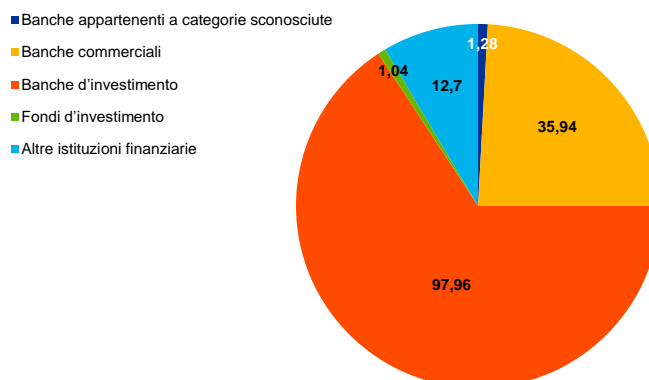
a) Evoluzione delle posizioni aperte per tipologia di soggetto

(valori percentuali)



b) Quote delle posizioni aperte per sottosettore finanziario

(valori percentuali)



Fonti: dati EMIR a disposizione della BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): il grafico mostra le quote in essere di posizioni aperte in contratti future e forward sulle emissioni di carbonio per tipologia di soggetto acquirente e venditore. Le sigle SF e SNF indicano rispettivamente società finanziarie e società non finanziarie. Il pannello b) mostra le quote dei sottosettori di soggetti finanziari che detengono posizioni aperte. I sottosettori finanziari sono classificati secondo quanto indicato da Lenoci F.D. e Letizia E., "Classifying Counterparty Sector in EMIR Data", in Consoli, S., Reforgiato Recupero, D. e Saisana, M. (a cura di), *Data Science for Economics and Finance*, Springer, Cham, 9 gennaio 2021.

Secondo quanto segnalato da un apposito indice, nonostante l'apparente lieve crescita dell'attività speculativa dall'inizio del 2019, essa sembra rimanere limitata e ben al di sotto dei livelli osservati nelle fasi di avvio del sistema ETS.

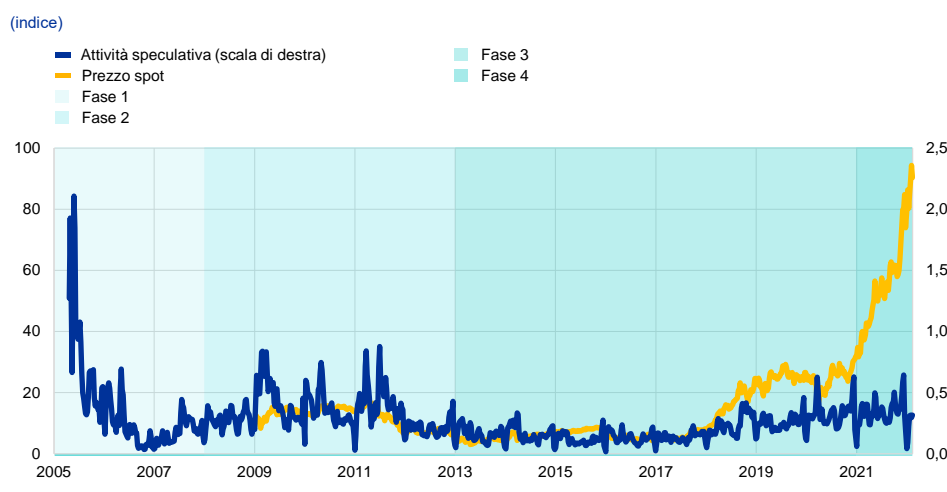
È possibile ricavare un'approssimazione del livello di speculazione nel mercato del sistema ETS confrontando il volume complessivo degli scambi con quello delle posizioni aperte detenute da tutti i soggetti¹⁶. L'intuizione alla base di tale approssimazione è che i comportamenti speculativi determinano un aumento dei volumi scambiati ma non un aumento equivalente del volume delle posizioni aperte,

¹⁶ Si noti che nella sezione precedente l'aumento della quota di posizioni aperte tra istituzioni finanziarie viene considerato come un potenziale segnale di comportamenti speculativi. Tuttavia, l'indice di speculazione preso in esame in questa sezione presuppone che le posizioni aperte detenute da qualsiasi operatore di mercato non siano speculative. Sebbene nessuna di queste due ipotesi sia sempre rispettata, esse dovrebbero in larga misura trovare riscontro e le due misure dovrebbero pertanto essere ritenute complementari.

poiché le posizioni speculative tendono a essere chiuse rapidamente. Secondo quanto attualmente rilevato da un indice di speculazione calcolato come il rapporto tra il volume settimanale delle negoziazioni e l'interesse aperto alla fine di una data settimana, le attività speculative potrebbero essere gradualmente aumentate negli ultimi due anni¹⁷. Tuttavia, esse restano in larga misura inferiori ai livelli osservati in occasione della creazione del mercato del sistema ETS e durante la fase 2 (cfr. il grafico C)¹⁸.

Grafico C

Speculazione nel mercato dei future sulle quote del sistema ETS dell'UE



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra una media mobile di due settimane di una misura dell'attività speculativa, definita come rapporto tra il volume e l'interesse aperto dei contratti future con scadenza a dicembre. Volume e interesse aperto sono misurati a livello settimanale: per ogni settimana si considera il volume cumulato dal lunedì al venerdì, mentre l'interesse aperto settimanale è quello registrato di venerdì. L'ultima osservazione si riferisce all'11 febbraio 2022 (dati settimanali).

¹⁷ L'indice riflette quanto sostenuto in Lucia, J.J., op. cit. Questo tipo di indice fu proposto per la prima volta da Garcia, P., Leuthold, R.M. e Zapata, H., "Lead-lag relationships between trading volume and price variability: New evidence", *Journal of Futures Markets*, vol. 6, n. 1, 1986, pagg. 1-10.

¹⁸ L'attività speculativa particolarmente elevata riscontrata all'inizio della fase 1 (rispetto alle fasi 2 e 3) è probabilmente riconducibile alla novità rappresentata dal mercato delle emissioni di carbonio, avviato agli inizi del 2005, ed era quindi legata a un iniziale processo di apprendimento (cfr. Lucia, J.J. et al., op. cit.). Inoltre, il minor livello di attività di copertura nella fase 2 rispetto alla fase 3 è in linea con il fatto che durante la fase 3 le quote sono state distribuite principalmente tramite aste. Ciò significa che la maggior parte degli impianti che non disponevano di quote sufficienti a coprire le proprie emissioni durante la fase 3 aveva necessità di coprire le proprie posizioni future.

La graduale revoca delle misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie introdotte in seguito alla pandemia

a cura di Charlotte Bakker, Luca Bortolussi, Mark Büssing-Lörcks, Adina-Elena Fudulache, Diana Gomes, Iskra Pavlova e Stephan Sauer¹

Le misure di allentamento delle garanzie hanno svolto un ruolo centrale nella risposta di politica monetaria della BCE alla pandemia di coronavirus (COVID-19), agevolando l'accesso alle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Le misure temporanee relative alle garanzie (sintetizzate nella figura A) sono state introdotte ad aprile 2020 per garantire al settore bancario maggiore accesso alla liquidità offerta dalla banca centrale a condizioni favorevoli attraverso le operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema (principalmente operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine od OMRLT-III), che hanno consentito alle banche di continuare a soddisfare il fabbisogno di finanziamento dell'economia dell'area dell'euro². Più specificamente, queste misure sono state introdotte per soddisfare i seguenti tre obiettivi primari, interconnessi tra loro.

- **Prevenire la carenza di garanzie idonee:** tutte le misure sono state introdotte in via preventiva per evitare carenze di garanzie idonee in caso di aumenti della domanda di liquidità. Ciò ha agevolato l'accesso da parte delle banche all'ampia liquidità messa a disposizione, a condizioni favorevoli, dalla banca centrale, contribuendo così al diffuso ricorso alle OMRLT-III che ha consentito l'ordinata trasmissione dello stimolo monetario all'economia nel suo complesso.
- **Accrescere la flessibilità del sistema di riferimento per le garanzie:** alcune delle misure hanno fornito alle banche centrali nazionali (BCN) maggiore flessibilità in merito al fabbisogno di garanzie da parte delle banche dei loro paesi, ad esempio ammettendo prestiti coperti da sistemi di garanzie pubbliche varati in risposta alla pandemia di COVID-19, non pienamente conformi ai requisiti sanciti nel sistema generale delle garanzie dell'Eurosistema, da mobilitarsi nel quadro dei sistemi di crediti aggiuntivi (Additional Credit Claims, ACC) nazionali.
- **Contrastare gli effetti retroattivi prociclici avversi:** il calo dei prezzi delle attività e i potenziali declassamenti del merito di credito avrebbero potuto accrescere la pressione sulla disponibilità di garanzie, creando potenzialmente

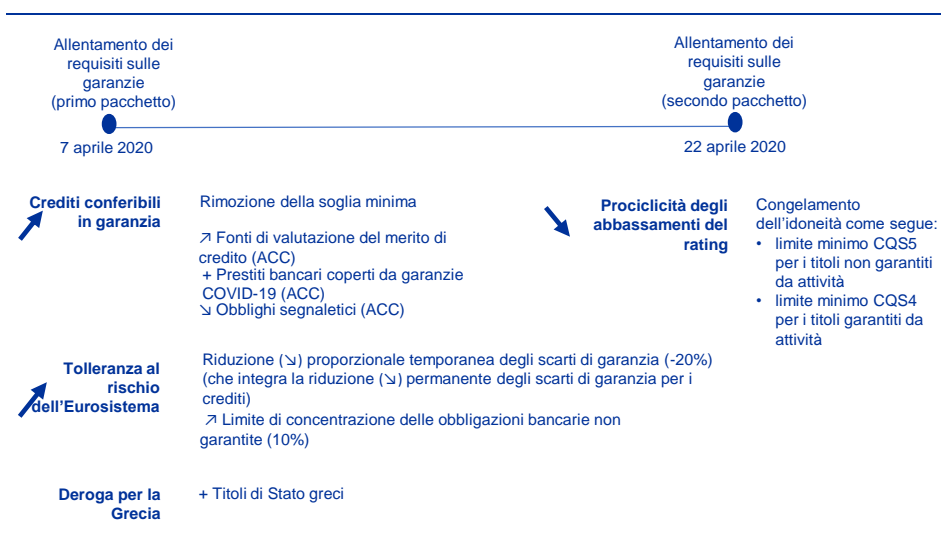
¹ Il presente riquadro attinge dall'ampia letteratura sulla revisione delle misure di allentamento delle garanzie introdotte in seguito alla pandemia. Oltre agli autori sopra menzionati e al personale delle banche centrali nazionali (BCN), hanno fornito contributi e commenti al lavoro anche i seguenti colleghi: M.-A. Anghel, L. Bara de La Fuente, N. Bihrer, M. Blau, G. Camba-Méndez, S. Ciummo, T. Dzaja, B. Hartung, N. Luo, M. Micuch e P. Kusmierczyk.

² Cfr. i comunicati stampa del 7 aprile 2020 e del 22 aprile 2020 per l'adozione iniziale del pacchetto, nonché il comunicato stampa del 10 dicembre 2020 per quanto concerne la proroga delle misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie fino a giugno 2022. Le misure sono descritte nel post sul blog della BCE di Luis de Guindos e Isabel Schnabel, "Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures". La loro rilevanza nel sostegno alle OMRLT-III è stata trattata nel riquadro 1 *Le OMRLT-III e le misure di allentamento delle garanzie* all'interno dell'articolo *OMRLT-III e condizioni del credito bancario* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

incertezza sull'accesso da parte delle singole banche alla liquidità della banca centrale. Per evitare effetti di retroazione prociclici e, in ultima istanza, salvaguardare e ripristinare condizioni favorevoli per il credito all'economia reale sono state pertanto introdotte varie misure. Tra queste figura il mantenimento dell'idoneità per alcune attività negoziabili che soddisfacevano i requisiti minimi di qualità creditizia al 7 aprile 2020, ma i cui rating sono stati successivamente declassati al di sotto della soglia minima ("congelamento dell'idoneità") e la riduzione temporanea degli scarti di garanzia.

Figura A

Misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie in risposta alla pandemia di COVID-19



Fonte: riquadro 1 *Le OMRLT-III e le misure di allentamento delle garanzie all'interno dell'articolo OMRLT- III e condizioni del credito bancario* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

Note: "ACC" si riferisce ai crediti aggiuntivi (additional credit claims) e "CQS" alla soglia di qualità del merito di credito (credit quality step), come definita nel quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia. Oltre alle misure descritte nella figura A, va notato che alcune BCN hanno dato vita a nuovi sistemi di crediti aggiuntivi o ampliato quelli esistenti con caratteristiche già ammissibili prima della pandemia.

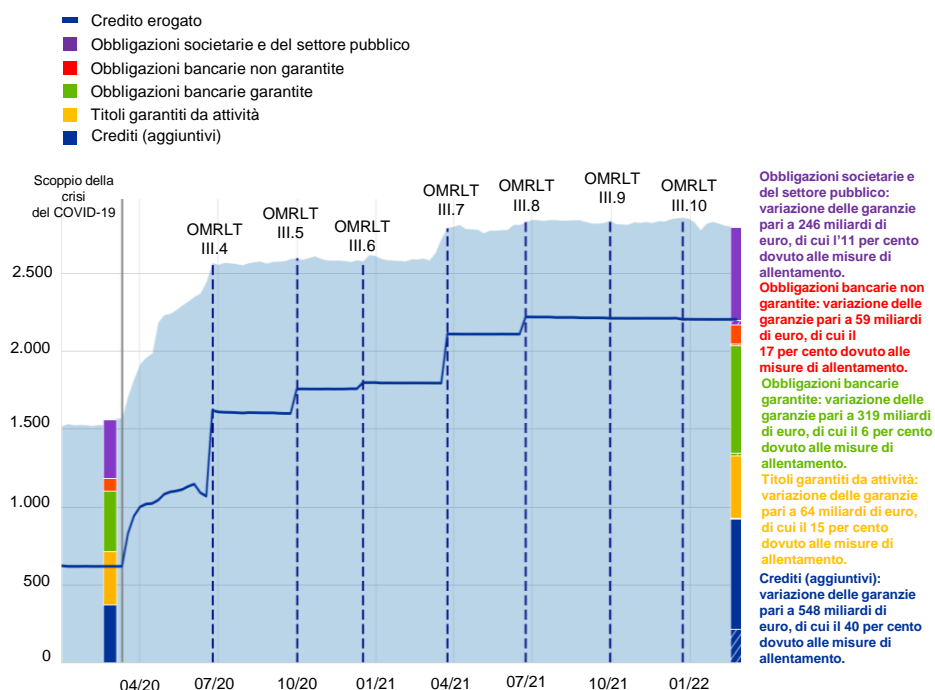
Le misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie della BCE hanno contribuito in misura significativa ad ampliare il volume delle garanzie idonee.

Nel complesso, le stime della BCE indicano che il valore totale delle garanzie riconducibili alle misure di allentamento è stato pari a circa 285 miliardi di euro (intorno al 10 per cento) dei complessivi 2.794 miliardi di euro di collaterale mobilitato alla fine di febbraio 2022. Ciò significa che esse hanno fornito un contributo pari al 23 per cento circa dell'aumento complessivo di 1.236 miliardi di euro delle garanzie stanziare (cfr. il grafico A). Il contributo fornito dalle misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie è stato determinato principalmente dalla riduzione temporanea degli scarti di garanzia e dall'ampliamento degli schemi relativi ai crediti aggiuntivi delle BCN, che insieme hanno costituito il 90 per cento dell'effetto totale.

Grafico A

Movimentazione delle garanzie e ricorso alle operazioni di credito dell'Eurosistema

(miliardi di euro)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico a barre mostra la movimentazione delle garanzie idonee dell'Eurosistema ripartita per categoria di attività; i valori sono al netto di valutazioni e scarti di garanzia. La prima osservazione rende conto della composizione delle garanzie prima dello scoppio della pandemia, il 27 febbraio 2020. Le aree tratteggiate degli istogrammi sul lato destro indicano il valore complessivo delle garanzie riconducibile alle misure di allentamento dei requisiti per la rispettiva categoria di attività, il 24 febbraio 2022.

Revoca graduale delle misure in tre fasi

Il 24 marzo 2022 il Consiglio direttivo ha annunciato la sua decisione di rimuovere gradualmente le misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie introdotte in seguito alla pandemia³. La decisione ha riflesso l'atteso calo, nel tempo, della domanda di liquidità da parte delle banche, con la graduale scadenza delle OMRLT-III. La BCE ha inoltre valutato l'efficienza delle diverse misure dal punto di vista del rischio finanziario, espressa in termini di ampliamento temporaneo delle garanzie rispetto alle variazioni della protezione dal rischio dell'Eurosistema. In particolare, la riduzione temporanea degli scarti di garanzia mostra una quota più elevata del rischio finanziario per unità di esposizione, rispetto alle altre misure di allentamento del collaterale. L'analisi ha inoltre valutato la misura in cui la specifica motivazione iniziale dell'intervento, ossia consentire alle banche una più rapida movimentazione di garanzie grazie alla riduzione degli obblighi segnalatici, fosse ancora attuale.

La revoca graduale è pianificata in tre fasi e concede alle banche il tempo necessario ad adattarsi agli adeguamenti del sistema di garanzie. Nella prima

³ Cfr. il comunicato stampa del [24 marzo 2022](#).

fase, che prenderà avvio l'8 luglio 2022, l'Eurosistema dimezzerà la riduzione temporanea degli scarti di garanzia per tutte le attività, passando dall'attuale 20 per cento al 10 per cento. Ciò consentirà il graduale ripristino dei livelli di tolleranza al rischio precedenti la pandemia ridimensionando anche i rischi finanziari dell'Eurosistema associati alla riduzione degli scarti di garanzia. Tale riduzione rende conto di circa il 40 per cento del valore complessivo delle garanzie generate dalle misure di allentamento dei requisiti sul collaterale. La sua parziale revoca fornisce alle banche tempo a sufficienza per adeguare la movimentazione delle proprie garanzie. La BCE provvederà inoltre alla graduale rimozione di una serie di misure con impatto e ambito più limitati: a) non prorogherà il congelamento dell'idoneità per le attività negoziabili il cui rating era stato declassato; b) ripristinerà il limite per gli strumenti di debito non garantiti emessi da un singolo gruppo bancario all'interno del pool di garanzie di un dato istituto di credito, riportandolo dal 10 al 2,5 per cento; c) eliminerà gradualmente il temporaneo allentamento di una serie di requisiti tecnici per l'idoneità dei crediti aggiuntivi (ACC), per lo più ripristinando in pieno la frequenza degli obblighi segnalatici a livello di prestito per i portafogli di ACC, nonché i requisiti di accettazione delle valutazioni proprie del merito di credito prodotte dai sistemi di rating interni delle banche.

Nella seconda fase, a giugno 2023, la BCE prevede di introdurre nuovi scarti di garanzia basati sul livello di tolleranza al rischio per le operazioni di credito precedente la pandemia, revocando del tutto la temporanea riduzione degli scarti di garanzia per le attività stanziare. Informazioni dettagliate sui nuovi scarti di garanzia verranno comunicate a tempo debito sulla base dei risultati del riesame periodico previsto per il sistema di controllo del rischio della BCE⁴.

Nella terza fase, a marzo 2024, la BCE revocherà, in linea di principio, le restanti misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie introdotte in seguito alla pandemia. Il Consiglio direttivo adotterà la decisione finale in seguito a un riesame complessivo del sistema di riferimento dei crediti aggiuntivi, tenendo conto del fabbisogno, da parte delle banche, di garanzie che consentano loro di continuare a partecipare alle operazioni di credito dell'Eurosistema, incluse le transazioni OMRLT-III, previste fino a dicembre 2024. Le misure in vigore fino a marzo 2024 includono l'ammissione di vari crediti aggiuntivi introdotti durante la pandemia, in particolare i prestiti garantiti dalle amministrazioni pubbliche e da altre entità del settore pubblico. Tali misure hanno contribuito in misura significativa alla disponibilità di garanzie dall'inizio della pandemia. Nello specifico, i prestiti garantiti movimentati rappresentano circa il 40 per cento del valore complessivo delle garanzie generato dalle misure di allentamento dei requisiti. Le BCN possono tuttavia decidere di dismettere, in tutto o in parte, i loro sistemi di riferimento per i crediti aggiuntivi prima di tale termine, ad esempio se ne viene fatto un uso limitato.

⁴ Il sistema di controllo del rischio e la metodologia utilizzata per determinare gli scarti di garanzia sono descritti nel lavoro, "The financial risk management of the Eurosystem's monetary policy operations", BCE, luglio 2015.

La deroga al requisito minimo di qualità creditizia per i titoli di Stato greci sarà prorogata

Il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a consentire alle BCN di accettare in garanzia titoli di Stato greci (Greek government bonds, GGB) che non soddisfano i requisiti minimi di qualità creditizia dell'Eurosistema ma rispondono a tutti gli altri criteri di idoneità delle garanzie. Ciò avrà applicazione

almeno finché proseguiranno i reinvestimenti in GGB nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Il Consiglio direttivo ha introdotto tale deroga al conferimento in garanzia dei titoli di Stato greci il 7 aprile 2020, in via temporanea e previa applicazione di specifici scarti di garanzia, in seguito all'inclusione di tali titoli nel PEPP, introdotto il 18 marzo 2020. La decisione di prorogare questa misura si basa su una serie di considerazioni, compresa la necessità di continuare a prevenire la frammentarietà nell'accesso alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, che pregiudicherebbe l'ordinata trasmissione della politica monetaria all'economia greca mentre è ancora in fase di recupero dalla pandemia. Altre considerazioni includono il fatto che la Grecia rimane soggetta a un riesame periodico della sua situazione economica e finanziaria in seguito alla partecipazione al programma e beneficia dei fondi erogati nell'ambito del Dispositivo per la ripresa e la resilienza, subordinatamente all'attuazione del proprio programma di riforme.

Il quadro di riferimento per la politica monetaria dell'Eurosistema conferisce al Consiglio direttivo discrezionalità nel discostarsi, se necessario, dalle valutazioni del credito fornite dalle agenzie di rating (credit rating agencies, CRA), in modo da evitare il ricorso meccanicistico ai rating da esse forniti.

La discrezionalità nell'evitare il ricorso meccanicistico al rating fornito dalle CRA è sancito all'articolo 159 della documentazione generale della BCE per l'attuazione della politica monetaria⁵. Essa è in linea con il Principio III.1 del Consiglio per la stabilità finanziaria per la riduzione del ricorso ai rating forniti da tali agenzie⁶. Fra gli esempi dell'applicazione di tale discrezionalità in passato vi sono le deroghe ai requisiti minimi di qualità creditizia concesse a diversi paesi durante la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Un altro esempio di questo tipo è il congelamento dell'idoneità adottato il 22 aprile 2020, la cui graduale abrogazione è prevista a partire dall'8 luglio 2022, come descritto in precedenza.

⁵ Cfr. l'Indirizzo (UE) 2015/510 della Banca centrale europea sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60) (rifusione) (GU L 091, del 2.4.2015, pag. 3).

⁶ Cfr. Consiglio per la stabilità finanziaria, "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings", ottobre 2010.

Articoli

1 Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione

a cura di Niccolò Battistini, Virginia Di Nino, Maarten Dossche e Aleksandra Kolndrekaj

1 Introduzione

Il recente rincaro dei beni energetici induce a indagare in che misura le famiglie ridurranno i loro consumi di conseguenza. Con la ripresa dell'economia mondiale dopo la pandemia di coronavirus (COVID-19), i prezzi di molte materie prime, tra cui petrolio e gas, sono aumentati vertiginosamente all'incirca nell'ultimo anno. Poiché la domanda di energia è anelastica nel breve periodo, questi forti rincari comportano una significativa riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, che dovrà essere assorbita attraverso: a) una riduzione dei consumi di beni e servizi non energetici, b) una riduzione del risparmio o c) un aumento del reddito.

Il presente articolo valuta in che misura questi tre margini stanno svolgendo un ruolo nella trasmissione dei rincari dell'energia ai consumi aggregati. Poiché l'impatto del rincaro dei beni energetici sulle singole famiglie tende a variare in misura considerevole, si analizzano altresì gli effetti distributivi di tali rincari; tali effetti potrebbero avere una rilevanza tale da richiedere risposte di policy mirate, indipendentemente dalle implicazioni macroeconomiche di tali andamenti.

L'aumento dei prezzi dell'energia dovrebbe essere considerato nel contesto di una ripresa economica eccezionale, tuttavia incidono anche altri fattori.

Sebbene l'impatto dei prezzi dei beni energetici sui consumi sia già stato studiato in passato, la ripresa dalla crisi legata alla pandemia di COVID-19 rappresenta un fenomeno atipico in una prospettiva storica. Finora si è osservata un'impennata della domanda a livello mondiale di beni di consumo durevoli e non, con conseguenti strozzature senza precedenti nella produzione e nell'interscambio; inoltre durante la pandemia le famiglie hanno accumulato risparmi a livelli eccezionali¹. L'offerta di energia è stata altresì ostacolata da uno sfasamento temporale nella produzione di petrolio, dalle tensioni geopolitiche (in particolare dalla recente invasione russa dell'Ucraina) e dalle interruzioni tecniche che hanno interessato la fornitura di gas naturale ai paesi europei². Tali fattori in grado di alterare la chiarezza dei dati devono essere presi in considerazione al fine di comprendere l'impatto aggregato dei rincari

¹ Cfr. i seguenti riquadri di questo Bollettino: *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 e *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento* nel numero 5/2021.

² Cfr. il riquadro *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

dei beni energetici sui consumi privati e di formulare una risposta adeguata a livello di politiche.

Il presente articolo introduce nuove evidenze per l'area dell'euro ed è strutturato come segue. La sezione 2 illustra la letteratura esistente in materia.

La sezione 3 introduce nuove evidenze empiriche in una prospettiva sia aggregata sia disaggregata. La prospettiva aggregata si concentra principalmente sull'individuazione della fonte delle oscillazioni dei prezzi dell'energia, mentre quella disaggregata esamina gli effetti distributivi al di là dell'impatto aggregato.

È importante rilevare che, al fine di fornire una valutazione tempestiva delle implicazioni macroeconomiche e distributive di ampie variazioni dei prezzi dei beni energetici, sia le analisi aggregate sia quelle disaggregate si basano su dati desunti dalle indagini. La sezione 4 presenta le osservazioni conclusive e identifica diverse implicazioni dal punto di vista delle politiche.

2 Letteratura esistente

Nei paesi importatori di energia in termini netti, i rincari in questo settore di norma comportano un peggioramento delle ragioni di scambio.

Come dimostrano Backus e Crucini sulla base di un campione di paesi industrializzati, una quota elevata della variabilità delle ragioni di scambio è associata a oscillazioni estreme dei corsi petroliferi³. Nel loro studio vengono analizzate le ragioni di scambio e la correlazione con altre variabili in un contesto in cui gli eventi che condizionano la produzione di greggio interagiscono con la produzione e vendita di altri beni. Secondo De Michelis et al. gli aumenti dei prezzi del petrolio di norma generano un divario negli andamenti dei consumi tra i paesi che importano e quelli che esportano greggio⁴. Il rincaro del petrolio trasferisce ricchezza dai paesi che lo importano a quelli che lo esportano; tale effetto ricchezza ha a sua volta un impatto negativo sui consumi dei paesi importatori attraverso effetti moltiplicatori. Va notato che tale impatto potrebbe essere maggiore nei settori che producono beni che sono complementari al consumo di petrolio, come quello automobilistico.

Non sempre i rincari dei beni energetici determinano una contrazione dei consumi; in realtà tali rincari possono anche derivare da un aumento dei consumi.

Secondo Kilian, ad esempio, le variazioni nei corsi petroliferi possono riflettere shock sia all'offerta di greggio, sia nella domanda a livello mondiale⁵.

L'impatto economico di una variazione dei corsi petroliferi causata da uno shock inatteso dal lato della domanda mondiale a livello aggregato sarà molto diverso da quello di un rincaro del greggio causato da una carenza inaspettata di produzione del petrolio. Pertanto, prima di formulare risposte a livello di politiche, è importante comprendere la natura dei diversi tipi di shock all'origine degli aumenti dei corsi

³ Cfr. Backus, D. e Crucini, M., "Oil prices and the terms of trade", *Journal of International Economics*, vol. 50, n. 1, 2000, pagg. 185-213.

⁴ Cfr. De Michelis, A., Ferreira, T. e Iacoviello, M., "Oil prices and consumption across countries and US states", *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 2, 2020, pag. 3.

⁵ Cfr. Kilian, L., "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, vol. 99, n. 3, 2009, pagg. 1053-1069.

petroliferi. In Bodenstein et al. si avanza l'ipotesi che l'origine di uno shock petrolifero rivesta grande importanza nella scelta della migliore risposta di politica monetaria alle oscillazioni dei prezzi dell'energia⁶. In questo studio si esamina un'ampia varietà di regole di politica monetaria e se ne identifica una facilmente applicabile e che ottimizzi il benessere, secondo cui la banca centrale non interferisce sul prezzo del petrolio, ma reagisce all'inflazione salariale. In linea con quanto precedentemente riscontrato da Aoki⁷, a seguito delle oscillazioni dei corsi petroliferi, la stabilizzazione dell'inflazione salariale favorisce quella dell'inflazione di fondo. Quando i corsi petroliferi aumentano in seguito a una maggiore domanda aggregata, anche le retribuzioni aumentano e la politica monetaria dovrà diventare più restrittiva. Per contro, se i corsi petroliferi aumentano a seguito delle interruzioni dell'offerta e non si verificano effetti di secondo impatto sulle retribuzioni, non è necessario un inasprimento della politica monetaria per stabilizzare l'inflazione di fondo.

Forti rincari dell'energia possono incidere sulle singole famiglie in modi molto diversi. Secondo Michael e Hagemann, ad esempio, l'esposizione a una più elevata inflazione della componente energetica varia notevolmente tra le diverse famiglie statunitensi⁸. Gli aumenti delle tariffe energetiche incidono più pesantemente, in termini di inflazione, sui nuclei più poveri, che spendono una quota relativamente alta del proprio reddito in beni energetici. Hobijn e Lagakos, pur confermando tali risultati precedenti, riscontrano che, tuttavia, non è molto probabile che le famiglie esposte, in un dato anno, a livelli di inflazione superiori alla media (a causa dei rincari dell'energia) siano soggette alle stesse criticità inflazionistiche nell'anno successivo⁹. Ciò implica che la maggiore spesa, in termini relativi, destinata all'energia dalle famiglie più povere non si traduce, nel tempo, in livelli di inflazione sistematicamente più elevati. Al tempo stesso tali analisi suggeriscono che, nel caso di un forte shock ai prezzi dell'energia, le ripercussioni negative su alcune famiglie potrebbero rivelarsi tali da compensare agevolmente eventuali benefici osservati attraverso i canali macroeconomici (ad esempio l'occupazione).

3 Evidenze empiriche relative all'area dell'euro

Prospettiva aggregata

I prezzi dei beni energetici influiscono sui consumi privati attraverso canali sia diretti sia indiretti. I rincari dell'energia si ripercuotono direttamente sul potere d'acquisto delle famiglie attraverso l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici (elettricità, gas, benzina, combustibile per riscaldamento, ecc.). Nell'area dell'euro

⁶ Cfr. Bodenstein, M., Guerrieri, L. e Kilian, L., "Monetary policy responses to oil price fluctuations", *IMF Economic Review*, vol. 60, n. 4, 2012, pagg. 470-504.

⁷ Cfr. Aoki, K., "Optimal monetary policy responses to relative-price changes", *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, n. 1, 2001, pagg. 55-80.

⁸ Cfr. Michael, R., "Variation across households in the rate of inflation", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, n. 1, 1979, pagg. 32-46; Hagemann, R., "The variability of inflation rates across household types", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 14, n. 4, parte 1, 1982, pagg. 494-510.

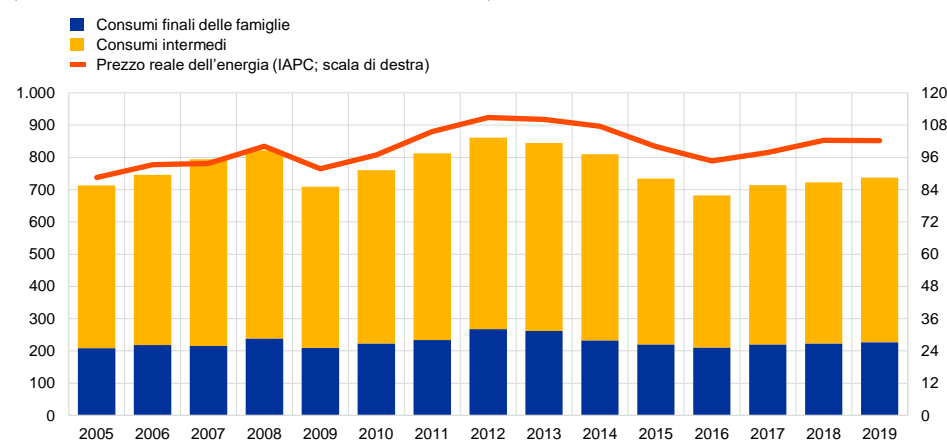
⁹ Cfr. Hobijn, B. e Lagakos, D., "Inflation inequality in the United States", *The Review of Income and Wealth*, vol. 51, n. 4, 2005, pagg. 581-606.

circa il 30 per cento dell'utilizzo complessivo dell'energia assume la forma di consumi finali, ossia l'uso di tali prodotti da parte dei consumatori (cfr. il grafico 1). La restante parte riguarda l'energia utilizzata per la produzione di beni e servizi non energetici (ossia i consumi intermedi). Un aumento dei prezzi dell'energia comporta maggiori costi di produzione per i settori non energetici e, nella misura in cui i produttori di beni non energetici e i fornitori di servizi adeguano i prezzi finali, un'ulteriore riduzione diretta del potere d'acquisto delle famiglie. Se tali costi non possono essere trasmessi ai prezzi finali dei beni in questione, si verificherà un impatto indiretto sul potere d'acquisto delle famiglie, considerando che i produttori dei settori interessati ridurranno le retribuzioni o avranno meno utili da distribuire. Inoltre, nelle economie avanzate che sono importanti paesi produttori di energia (come Canada, Norvegia, Regno Unito e Stati Uniti), sono rilevanti anche gli effetti indiretti attraverso i salari e i profitti dei produttori di energia.

Grafico 1

Utilizzo e prezzi dell'energia nell'area dell'euro

(scala di sinistra: miliardi di euro; scala di destra: indice, 2015 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per "energia" si intende il totale di coke, prodotti petroliferi raffinati, elettricità, gas, vapore e aria condizionata. I dati derivano dai prezzi base. La voce "prezzo reale dell'energia" indica il rapporto tra la componente energetica dello IAPC e l'indice complessivo.

L'impatto delle variazioni di prezzo dei beni energetici sul reddito disponibile reale può essere approssimato dal rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati.

Per gli importatori netti di beni energetici (come l'area dell'euro), i prezzi dell'energia mostrano una correlazione negativa stabile con le ragioni di scambio, intese come quantità di beni importati che un'economia può acquistare per unità di beni esportati. Nel valutare l'impatto delle variazioni di prezzo dell'energia sui consumi, una proxy fondamentale è il rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati (o tra il deflatore del reddito e quello della spesa)¹⁰. Nell'area dell'euro i prezzi (reali) dell'energia presentano una correlazione negativa con tale rapporto (cfr. il grafico 2). Tale misura è ben fondata da una prospettiva teorica e rileva i canali sia diretti sia indiretti attraverso cui i prezzi dell'energia incidono sul

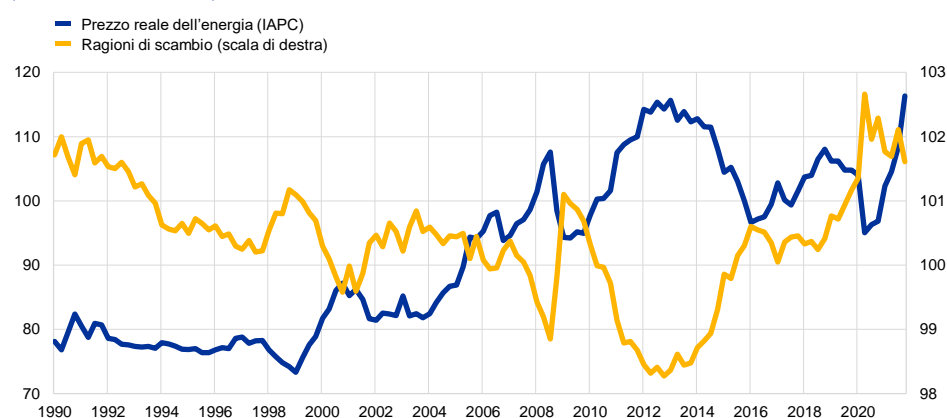
¹⁰ Cfr. il riquadro *Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati* nel numero 6/2018 di questo Bollettino.

reddito disponibile reale delle famiglie¹¹. Sebbene i canali mediante i quali i prezzi dei beni energetici intervengono sull'economia varino, tale approccio evidenzia comunque una stabilità della relazione tra le variazioni del potere di acquisto riconducibili all'andamento dei prezzi dell'energia e i consumi privati. Ciò rileva per i cambiamenti osservati nella quota di consumi relativa all'energia e per le innovazioni nella produzione di beni energetici e non.

Grafico 2

Prezzi dell'energia e ragioni di scambio

(indice, media del 2010=100)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "prezzo reale dell'energia" indica il rapporto tra la componente energetica dello IAPC e l'indice complessivo. La voce "ragioni di scambio" è calcolata dividendo il deflatore del PIL per quello dei consumi privati. A causa della limitata disponibilità dei dati, quelli antecedenti il 1995 sono tratti dalla banca dati delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema.

Alcuni episodi noti che hanno comportato ampie oscillazioni dei prezzi dell'energia evidenziano il ruolo dei diversi canali di trasmissione. Il grafico 3

presenta una scomposizione della dinamica del reddito disponibile reale delle famiglie in diverse fonti derivanti dall'attività economica (retribuzioni, profitti e altri redditi da capitale), dai trasferimenti netti delle amministrazioni pubbliche e dalle ragioni di scambio (approssimate dal rapporto tra il deflatore del PIL e quello dei consumi privati). Le oscillazioni delle ragioni di scambio derivanti dalle ampie variazioni dell'offerta di energia sembrano aver rappresentato un'importante determinante del reddito delle famiglie dopo: a) l'aumento della produzione petrolifera da parte dell'OPEC, che ha provocato un crollo dei prezzi dei beni energetici nel primo trimestre del 1986; b) l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq, che ha provocato un'impennata dei prezzi dei beni energetici nel terzo trimestre del 1990. Per contro, gli andamenti dell'attività economica aggregata sembrano aver costituito il principale canale alla base della riduzione del reddito delle famiglie nel quarto trimestre del 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers, in un contesto caratterizzato da un calo dei prezzi dell'energia e da conseguenti incrementi delle ragioni di scambio. Nelle prime fasi della pandemia di COVID-19 le brusche oscillazioni dell'attività economica hanno agito da principale strumento di trasmissione, mentre alla fine del 2021 sono state le ragioni di scambio a pesare sul reddito delle famiglie. Tuttavia, per individuare i fattori sottostanti, è necessario

¹¹ Cfr. Blanchard, O. e Galí, J., "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?", in Galí, J. e Gertler, M. (a cura di), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, pagg. 373-421.

avvalersi di indicatori caratterizzati da maggiore tempestività e frequenza, quali, ad esempio, i dati ricavati dalle indagini.

Grafico 3

Reddito disponibile reale delle famiglie e consumi

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



Fonti: Eurostat, Eurosystema, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nei primi tre pannelli la linea verticale indica l'inizio dell'evento in questione. Nel pannello d) la prima linea verticale indica l'inizio della pandemia e la seconda l'inizio dell'aumento dei prezzi dei beni energetici. A causa della limitata disponibilità dei dati, quelli relativi a eventi antecedenti il 1995 e quelli relativi al quarto trimestre del 2021 sono tratti dalla banca dati delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosystema.

Le indagini presso le famiglie forniscono informazioni tempestive e frequenti su inflazione e consumi privati, nonché sulle loro determinanti. Storicamente l'indice che segnala le intenzioni delle famiglie di effettuare acquisti rilevanti nei dodici mesi successivi, desunto dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, ha rilevato in misura ragionevolmente attendibile la crescita sui dodici mesi dei consumi privati reali di beni durevoli, sebbene la correlazione tra i due fattori sia diminuita sensibilmente durante la prima ondata della pandemia (cfr. il grafico 4). Inoltre, l'indicatore delle attese sui consumi delle famiglie ricavato dalle indagini mostra buone proprietà anticipatrici riguardo ai consumi futuri effettivi¹².

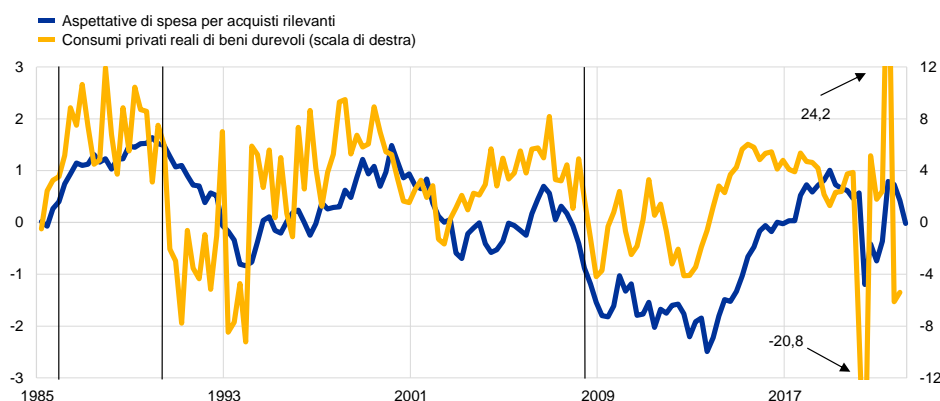
¹² Si riscontrano proprietà anticipatrici se la correlazione contemporanea (ovvero la correlazione tra l'indice medio ricavato dalle indagini per un dato trimestre e il tasso di crescita sul trimestre precedente dei consumi effettivi nello stesso periodo) è inferiore a quella futura (ovvero la correlazione tra l'indice ricavato dalle indagini per un dato trimestre e il tasso di crescita cumulato dei dati effettivi fino a un dato trimestre futuro) a vari orizzonti differenti. Le proprietà anticipatrici dell'indice ricavato dalle indagini rispetto ai dati effettivi raggiungono il valore massimo su un orizzonte di previsione di tre trimestri, pur essendo osservabili su orizzonti fino a otto trimestri.

Di fatto, le indagini contengono informazioni che potrebbero aiutare a individuare tempestivamente le determinanti alla base delle decisioni di consumo delle famiglie (cfr. il riquadro 1). L'aumento dell'inflazione attesa può essere determinato da vari fattori, alcuni dei quali possono potenzialmente produrre effetti opposti rispetto ad altri in termini di piani di spesa delle famiglie. In un contesto caratterizzato da un rafforzamento dell'attività economica, con più elevati livelli di inflazione dal lato della domanda, i consumi e il reddito reale potrebbero crescere di pari passo. Tuttavia, in presenza di un indebolimento dell'attività economica e di più elevati livelli di inflazione prodotta da pressioni dal lato dei costi, potrebbe invece verificarsi una riduzione dei consumi e del reddito reale.

Grafico 4

Oscillazioni dei consumi nel tempo

(scala di sinistra: indice standardizzato; media di lungo periodo=0; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "aspettative di spesa per acquisti rilevanti" segnala le medie trimestrali di un indice standardizzato basato sui saldi delle risposte dei consumatori relative all'intenzione di effettuare acquisti rilevanti nei dodici mesi seguenti. Per il periodo fino al 1989 incluso, i dati relativi alla voce "consumi privati reali di beni durevoli" si riferiscono soltanto alla Francia, mentre dal 1990 alle serie storiche è stata aggiunta la Finlandia e dal 1991 la Germania; a partire dal 1995 i dati rappresentano gli aggregati dell'area dell'euro. Le linee verticali indicano il primo trimestre del 1986 (crollo indotto dall'OPEC), il terzo trimestre del 1990 (invasione del Kuwait da parte dell'Iraq) e il quarto trimestre del 2008 (conseguenze del fallimento di Lehman Brothers).

Finora, la ripresa dei consumi è stata trainata principalmente da circostanze favorevoli dal lato della domanda, ma i fattori avversi che incidono sui costi stanno offuscando in misura crescente le prospettive a breve termine.

Nelle prime fasi della pandemia, con il peggioramento delle loro prospettive finanziarie, le famiglie hanno ridimensionato i propri piani di consumo e di risparmio, principalmente in risposta a shock recessivi suscettibili di provocare pressioni sui costi e, poco dopo, a shock dal lato della domanda (cfr. il grafico 5)¹³. Dall'inizio del 2021 le famiglie hanno assistito a una ripresa delle condizioni finanziarie, dei consumi e dei risparmi attesi, cui hanno contribuito forti shock dal lato della domanda. Tuttavia si è rafforzata sempre più la visione secondo cui l'aumento dei prezzi delle materie prime osservato a partire dall'estate del 2021 abbia esercitato

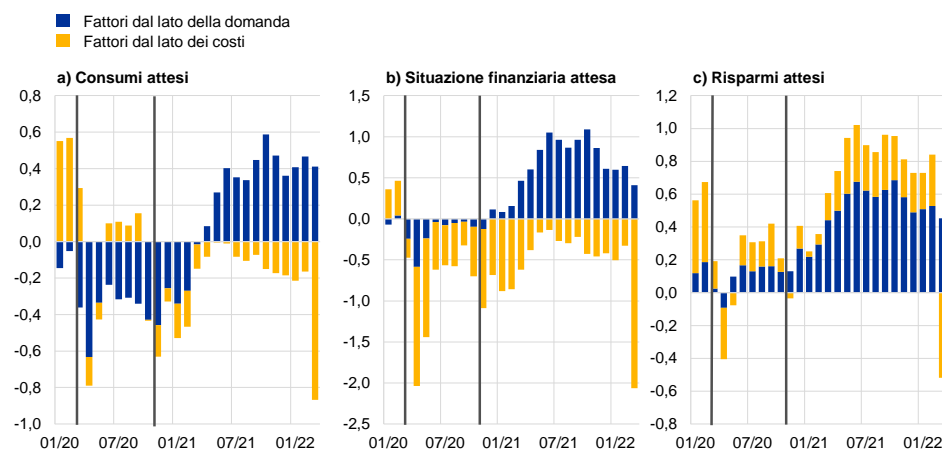
¹³ L'indicatore dei risparmi attesi delle famiglie ha subito un calo di breve durata a marzo e aprile 2020, per poi registrare una forte ripresa a partire da maggio 2020, in marcato anticipo rispetto agli indicatori che misurano i consumi e la situazione finanziaria attesi, segnalando che è stato necessario un po' di tempo perché le famiglie riconoscessero un miglioramento della propria posizione di bilancio in ragione delle ampie consistenze di risparmi accumulati. Tale interpretazione è suffragata dagli andamenti simili osservati nell'indicatore dei risparmi correnti delle famiglie (una valida approssimazione delle posizioni di bilancio correnti delle famiglie): anch'esso ha subito un lieve calo nelle prime fasi della pandemia, seguito da una forte ripresa.

pressioni sulla situazione finanziaria attesa delle famiglie, pesando di conseguenza sui loro piani di spesa. A marzo 2022 le pressioni al ribasso dal lato dell'offerta, esacerbate dalle attuali tensioni geopolitiche, hanno più che compensato i fattori espansivi dal lato della domanda alla base dei piani di consumo.

Grafico 5

Fattori dal lato della domanda e dei costi alla base dei consumi, della situazione finanziaria e dei risparmi attesi delle famiglie

(contributi alle deviazioni standard dalle medie di lungo periodo)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: per i dettagli relativi al processo di stima, cfr. il riquadro 1. La prima linea verticale di ciascun pannello indica l'inizio della pandemia di COVID-19, la seconda l'inizio dell'aumento dei prezzi dei beni energetici.

Riquadro 1

Distinguere le determinanti dal lato della domanda da quelle dal lato dei costi è rilevante per i consumi?

a cura di Niccolò Battistini e Maarten Dossche

Il presente riquadro utilizza un modello empirico basato su serie storiche per valutare il ruolo svolto dalle percezioni delle famiglie sull'economia nella pianificazione di acquisti di importo rilevante. L'indagine della Commissione europea presso i consumatori rileva le aspettative delle famiglie in merito all'attività economica e all'inflazione, nonché la loro pianificazione degli acquisti, la loro situazione finanziaria e i loro risparmi. È stato stimato un modello strutturale (autoregressivo vettoriale) multivariato utilizzando i dati desunti dalle indagini relative al periodo tra gennaio 1985 e febbraio 2022. Al fine di distinguere le diverse determinanti strutturali, il modello ipotizza che l'attività economica attesa migliori in seguito a uno shock percepito dal lato della domanda e registri un calo dopo uno shock dal lato dei costi, laddove entrambi gli shock determinano un innalzamento delle aspettative di inflazione. Lo scopo di questo riquadro è osservare le reazioni delle aspettative delle famiglie in merito ai consumi, alla situazione finanziaria e ai risparmi in seguito a simili shock. Di conseguenza, le risposte di queste tre variabili sono mantenute libere da vincoli¹⁴.

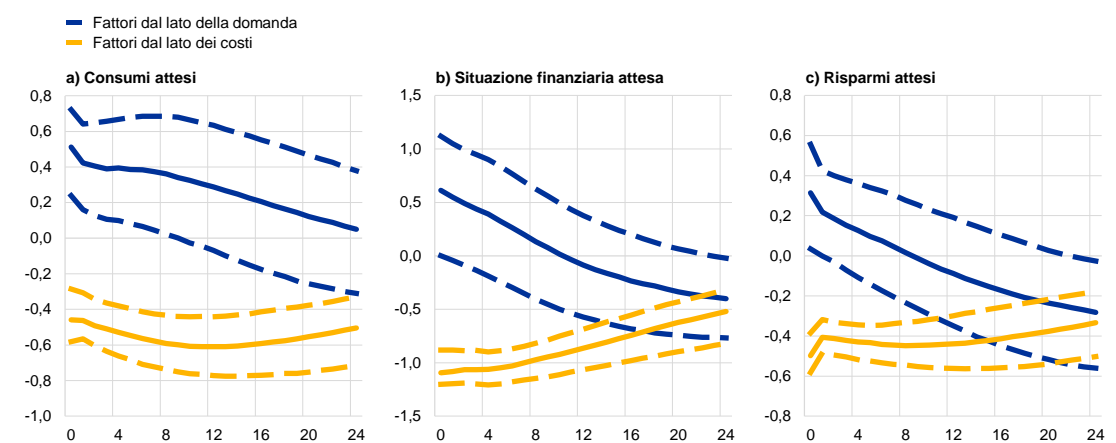
¹⁴ Si ipotizza inoltre che i valori attesi per attività economica e inflazione non reagiscano all'impatto di altri shock non identificati, imponendo restrizioni nulle. Pertanto, tali shock non identificati possono incidere sulle aspettative specifiche delle famiglie solo per quel che riguarda la situazione finanziaria e i consumi.

Le reazioni agli shock dal lato della domanda e dei costi suggeriscono che le fonti di tali shock influiscono sulle aspettative delle famiglie in merito ai consumi, alla situazione finanziaria e ai risparmi (cfr. il grafico A). Al fine di confrontare l'entità delle reazioni ai diversi shock, ciascuno di essi è standardizzato in modo da comportare il medesimo impatto (ossia una deviazione standard pari a 1) sull'inflazione attesa. Pertanto, gli shock standardizzati dal lato della domanda e dei costi determinano pressioni inflazionistiche equivalenti dal punto di vista empirico, mentre il loro impatto economico è fortemente asimmetrico. In linea con le previsioni teoriche, le aspettative delle famiglie in merito a consumi, situazione finanziaria e risparmi migliorano significativamente in seguito a uno shock percepito dal lato della domanda e peggiorano dopo uno shock percepito dal lato dei costi. Inoltre, confermando le normali ipotesi di fondo della letteratura empirica, i risultati evidenziano che gli shock dal lato dei costi hanno un impatto più persistente sulle aspettative delle famiglie in merito a consumi, situazione finanziaria e risparmi nei due anni successivi rispetto agli shock dal lato della domanda. Infine, considerando l'orizzonte nel suo insieme, le aspettative delle famiglie evidenziano una maggiore reattività agli shock dal lato dei costi rispetto a quelli dal lato della domanda¹⁵.

Grafico A

Risposte agli shock dal lato della domanda e dei costi

(asse delle ascisse: mesi; asse delle ordinate: deviazioni standard)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico riporta le risposte agli shock standardizzati dal lato della domanda e dei costi che comportano una deviazione standard pari a 1 sull'inflazione attesa. Le linee continue indicano la risposta mediana, mentre quelle tratteggiate individuano il limite superiore e inferiore dell'intervallo di credibilità al 68 per cento.

L'analisi delle determinanti delle aspettative di inflazione delle famiglie in prossimità di episodi storici ben noti convalida la scelta delle ipotesi di fondo (cfr. il grafico B). Il modello consente, ad esempio, una buona rilevazione della pressione dal lato dei costi che ha determinato il calo dell'inflazione attesa in seguito all'aumento della produzione di petrolio da parte dell'OPEC e il conseguente crollo dei corsi petroliferi nei primi mesi del 1986. Le pressioni dal lato dei costi spiegano in gran parte anche l'impennata delle aspettative sui prezzi al consumo innescata dall'episodio di inflazione del petrolio conseguente l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq nell'estate del 1990. Inoltre, il modello riproduce correttamente il calo dell'inflazione attesa

¹⁵ Cfr., ad esempio, Blanchard, O. e Quah, D., "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, vol. 79, n. 4, 1989, pagg. 655-673. L'entità e la persistenza delle risposte potrebbero variare nel tempo a causa di variazioni strutturali e delle diverse reazioni sul piano delle politiche (ad esempio, dopo l'introduzione dell'euro). La limitazione del campione alle osservazioni successive a gennaio 1999 non altera in maniera significativa le conclusioni qui riportate.

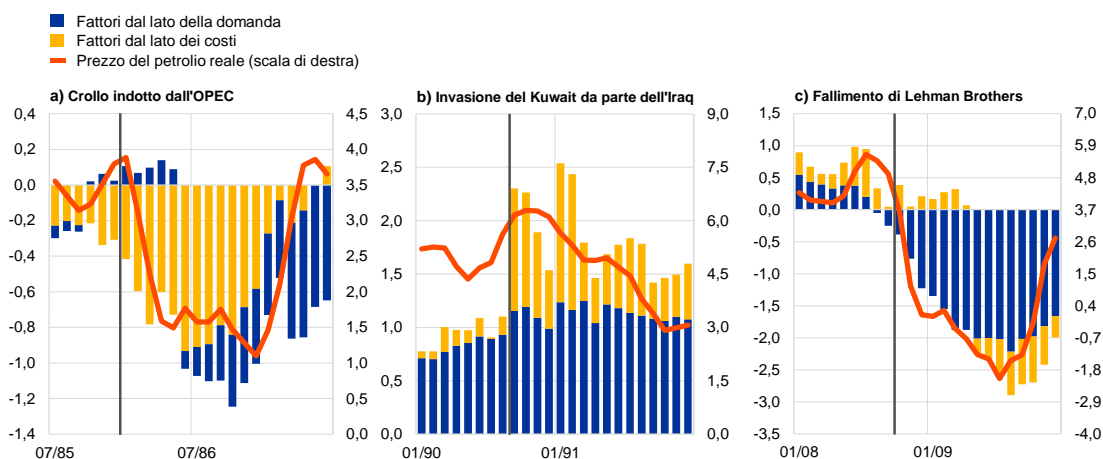
determinato dalla domanda in seguito al fallimento di Lehman Brothers nella seconda metà del 2008, all'inizio della crisi finanziaria mondiale. Nel complesso, il modello sembra rappresentare accuratamente le variazioni delle aspettative sui prezzi al consumo in risposta a fattori che agiscono sia dal lato della domanda sia da quello dei costi.

Grafico B

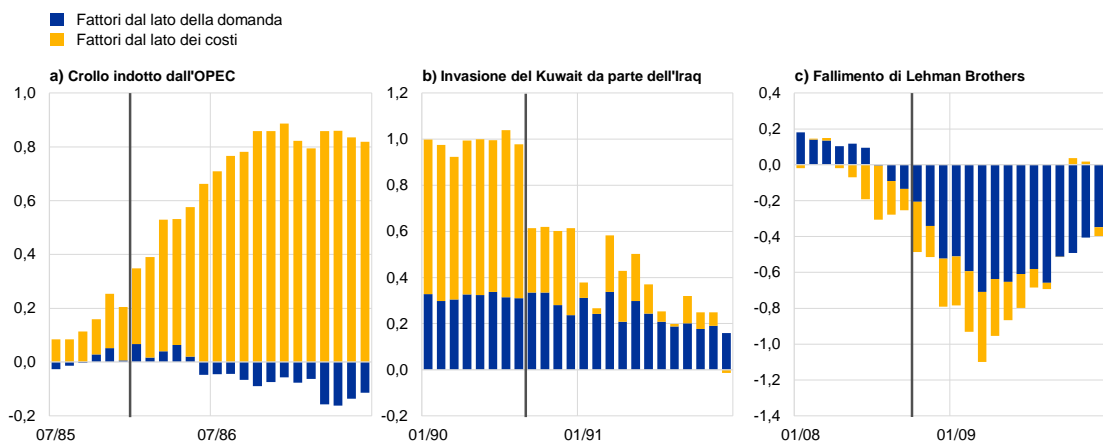
Contributi delle determinanti dal lato della domanda e dal lato dei costi durante alcuni episodi significativi

(scala di sinistra: contributi alle deviazioni standard dalle medie di lungo periodo; scala di destra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Inflazione attesa



Consumi attesi



Fonti: Commissione europea, Energy Information Administration statunitense, Bureau of Labor Statistics statunitense ed elaborazioni della BCE.

Nota: la voce "prezzo del petrolio reale" è calcolata dividendo i costi di acquisizione delle raffinerie del greggio (importato) per l'indice dei prezzi al consumo.

Se si considerano i consumi attesi durante gli stessi episodi, le pressioni dal lato dei costi hanno indotto le famiglie a incrementare i propri piani di consumo durante il crollo provocato dall'OPEC nei primi mesi del 1986 per poi ridimensionarli drasticamente dopo l'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq nell'estate del 1990. Per contro, in seguito al fallimento di Lehman Brothers nella seconda metà del 2008, le persistenti pressioni al ribasso esercitate sui consumi attesi sono state determinate principalmente da fattori dal lato della domanda. Nel complesso, i fattori dal lato dei costi sembrano costituire la principale determinante in occasione di episodi che hanno origine nel settore energetico (in particolare, nel mercato petrolifero).

Prospettiva disaggregata

Sebbene una variazione dei prezzi energetici possa trarre origine da diversi fattori, le singole famiglie tendono a percepirla come uno shock esogeno al proprio reddito reale disponibile. Nelle decisioni di consumo e risparmio, le famiglie considerano i prezzi dell'energia come dato, non tenendo conto delle implicazioni delle loro decisioni su tali prezzi. Il rincaro dei beni energetici determina una riduzione del reddito disponibile reale delle famiglie, anche se tale aumento è causato da un incremento della domanda di energia. A seconda delle condizioni economiche in termini aggregati, l'aumento dei prezzi dell'energia può esacerbare eventuali cali del reddito disponibile o compensare parzialmente eventuali aumenti (ad esempio nel contesto di una fase economica espansiva). Per tali ragioni, questa sezione si concentra sugli effetti distributivi diretti delle variazioni dei prezzi dell'energia, tenendo conto, al contempo, delle principali determinanti macroeconomiche alla base degli shock energetici, esaminate in dettaglio nella sezione precedente, dedicata alle prospettive aggregate.

L'energia è un bene di consumo necessario, pertanto l'esposizione delle famiglie alle oscillazioni dei prezzi dell'energia diminuisce all'aumentare del reddito. Poiché il consumo di energia risponde a bisogni primari, a cui le famiglie non possono rinunciare del tutto, la domanda di energia tende a essere anelastica ai prezzi nel breve periodo. Generalmente le famiglie si adattano ai rincari dell'energia rivedendo i propri piani di risparmio e riorganizzando la spesa. Tuttavia, la misura in cui le famiglie faranno ricorso a una di queste due strategie dipenderà dalla loro esposizione alla ridefinizione dei prezzi dell'energia. La quota del reddito mensile di una famiglia destinata alle utenze domestiche e ai servizi di trasporto (ossia ai consumi a elevata intensità energetica) è un indicatore approssimativo della sua esposizione a una variazione dei prezzi dell'energia. Tale esposizione varia considerevolmente fra i diversi gruppi di reddito, collocandosi quasi al 35 per cento per il quintile più basso della distribuzione del reddito, ma a meno del 10 per cento per il quintile più alto¹⁶. Pertanto, gli effetti distributivi di un aumento dei prezzi dell'energia sono considerevoli, con le famiglie a basso reddito che subiscono un impatto equivalente a quasi quattro volte quello registrato dalle famiglie nel quintile più alto della distribuzione del reddito (cfr. il grafico 6)¹⁷.

Quando la spesa per l'energia aumenta, le famiglie ridimensionano gli acquisti di beni essenziali e servizi in misura ridotta. L'elasticità media di sostituzione tra spesa per energia e altri beni e servizi essenziali (quali generi alimentari, costi abitativi e servizi sanitari) è piuttosto bassa, benché la risposta vari a seconda dei quintili di reddito (cfr. il grafico 7; cfr. il riquadro 2 per i dettagli sulla metodologia di stima). Laddove i bisogni primari siano soddisfatti principalmente attraverso prodotti a basso costo (come nel caso delle famiglie con i redditi più bassi),

¹⁶ Per un confronto tra l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE (Consumer Expectations Survey, CES) e quella sui bilanci delle famiglie (Household Budget Survey, HBS) a tal proposito, cfr. Bankowska, K. et al., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, 2021.

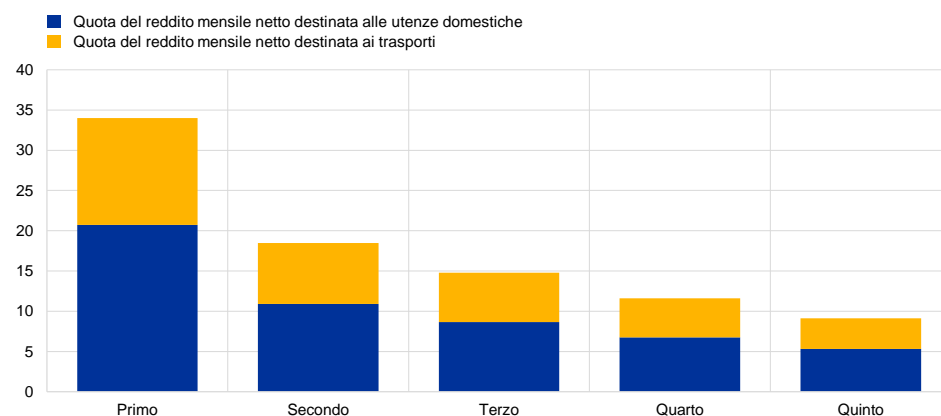
¹⁷ Per i dettagli sull'impatto regressivo delle imposte sulle emissioni di carbonio, cfr. Wang, Q., Hubacek, K., Feng, K., Wei, Y.-M. e Liang, Q.-M., "Distributional effects of carbon taxation", *Applied Energy*, vol. 184, 2016, pagg. 1123-1131.

il margine di compressione della spesa per altri beni e servizi essenziali in risposta al rincaro dell'energia è molto limitato (tale margine è stimato a 0,2 punti percentuali della spesa complessiva per ogni aumento della spesa per l'energia di un punto percentuale)¹⁸.

Grafico 6

Esposizione delle famiglie agli shock dei prezzi dell'energia

(asse delle ascisse: quintili di reddito; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.
Nota: le cifre si basano sui risultati dell'indagine CES per gennaio 2022 e rappresentano le medie ponderate dei dati relativi a Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio.

Le famiglie con un reddito più elevato apportano minori adeguamenti alla loro spesa per beni e servizi essenziali, dal momento che la spesa sensibile al costo dell'energia rappresenta una percentuale più esigua del loro reddito.

Per il medesimo aumento assoluto della spesa energetica, le famiglie nel quintile più elevato della distribuzione del reddito riducono la spesa per beni e servizi essenziali di appena 0,15 punti percentuali. Le famiglie con reddito di livello medio tendono a reagire in modo più evidente, essendo più inclini a sostituire i prodotti di marca con prodotti alternativi, di costo inferiore¹⁹. All'interno dei quintili di reddito, le famiglie con vincoli di liquidità (ovvero quelle il cui reddito netto non è sufficiente a coprire la spesa complessiva e il rimborso dei debiti) tendono a ridurre i consumi di beni e servizi essenziali in misura lievemente maggiore rispetto a quelle che dispongono di riserve di liquidità per le spese impreviste.

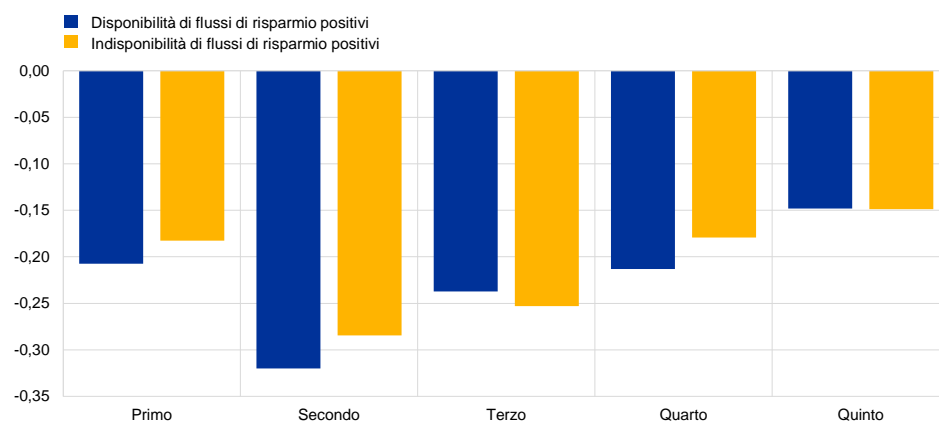
¹⁸ Per risultati analoghi con l'impiego di una diversa metodologia, cfr. Edelstein, P. e Kilian, L., "How sensitive are consumer expenditures to retail energy prices?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n. 46, 2009, pagg. 766-779.

¹⁹ Cfr. Gicheva, D., Hastings, J. e Villas-Boas, S., "Investigating Income Effects in Scanner Data: Do Gasoline Prices Affect Grocery Purchases?", *American Economic Review – Papers and Proceedings*, vol. 100, n. 2, 2010, pagg. 480-484.

Grafico 7

Variazioni della spesa per beni e servizi essenziali in reazione all'aumento della spesa per energia

(asse delle ascisse: quintili di reddito; asse delle ordinate: punti percentuali della spesa mensile complessiva)



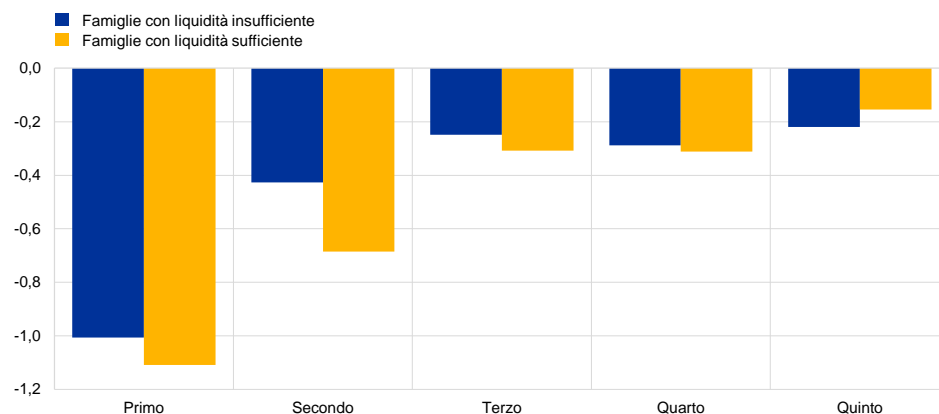
Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse verticale mostra la riduzione media della spesa per beni e servizi essenziali in risposta a un aumento della spesa per energia. Per ciascun quintile di reddito, la spesa per l'energia aumenta di una cifra equivalente a un aumento di 1 punto percentuale della quota destinata all'energia del reddito medio nel primo quintile della distribuzione. L'equazione nel riquadro 2 stima la variazione in punti percentuali della quota della spesa complessiva per beni e servizi essenziali risultante da un aumento di 1 punto percentuale della quota di reddito destinata alle utenze domestiche. Per ottenere la risposta media alla stessa variazione assoluta della spesa per le utenze domestiche, i coefficienti beta sono corretti utilizzando il rapporto tra il reddito medio di ciascun quintile e il reddito medio del primo quintile. Gli istogrammi blu mostrano le risposte medie delle famiglie prive di flussi di risparmio positivi; gli istogrammi gialli le risposte medie delle famiglie con flussi di risparmio positivi. Le stime sono state calcolate utilizzando un campione che copre il periodo compreso tra aprile 2020 e gennaio 2022.

Grafico 8

Variazioni del risparmio in risposta a un aumento della spesa per l'energia

(asse delle ascisse: quintili di reddito; asse delle ordinate: punti percentuali di reddito)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse verticale indica le variazioni del tasso di risparmio delle famiglie in risposta a un aumento della spesa per le utenze domestiche. Per ogni quintile di reddito, la spesa per le utenze domestiche aumenta di una cifra equivalente a un aumento di 1 punto percentuale della quota destinata alle utenze domestiche del reddito medio nel primo quintile. Il grafico fa distinzione tra le risposte delle famiglie con riserve di liquidità (istogrammi gialli) e quelle delle famiglie che non dispongono di tali riserve (istogrammi blu). Le stime sono state calcolate utilizzando un campione che copre il periodo compreso tra aprile 2020 e gennaio 2022.

Le famiglie attingono ai propri risparmi per attuire l'impatto dei rincari dell'energia sui consumi. L'evidenza empirica conferma che, almeno nel breve periodo, le famiglie riducono considerevolmente i propri tassi di risparmio per la necessità di compensare l'aumento della spesa per l'energia (sebbene in misura minore in caso di limitate riserve di liquidità destinate a far fronte alle spese

impreviste)²⁰. Le risposte relative ai risparmi nei diversi quintili di reddito di appartenenza rivelano che, per lo stesso aumento in termini assoluti della spesa destinata all'energia, la riduzione dei risparmi è inversamente correlata al reddito della famiglia ed è maggiore di cinque o sei volte per le famiglie nel quintile più basso della distribuzione del reddito rispetto a quelle che si collocano nel quintile più alto (cfr. il grafico 8).

Riquadro 2

Stima delle risposte delle famiglie alle variazioni della spesa per l'energia

a cura di Virginia Di Nino e Aleksandra Kolndrekaj

Il presente riquadro illustra in dettaglio la metodologia econometrica utilizzata per studiare l'effetto delle variazioni della spesa mensile destinata all'energia sui tassi di risparmio delle famiglie e sulla spesa per beni e servizi essenziali. Tale analisi, che utilizza i microdati forniti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE, riguarda le sei principali economie dell'area dell'euro, con oltre 75.000 osservazioni nel periodo a partire da aprile 2020. Per ciascun trimestre, l'indagine CES raccoglie informazioni sulla spesa mensile delle famiglie in dodici principali ambiti (tra cui le utenze domestiche, i servizi di trasporto, i prodotti alimentari, i servizi sanitari e abitativi). I flussi di risparmio sono desunti sottraendo la spesa mensile complessiva dal reddito mensile netto. Con "beni e servizi essenziali" ci si riferisce ad alimentari, bevande e tabacchi, servizi sanitari e abitativi.

Due modelli panel lineari che considerano le variazioni trimestrali del tasso di risparmio mensile e della spesa per beni e servizi essenziali come quota della spesa complessiva ($y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3}$) sono stati specificati in funzione della variazione trimestrale della percentuale di reddito destinata alle utenze domestiche ($x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}$):

$$y_{j,c,t} - y_{j,c,t-3} = \alpha_{c,t} + \alpha_j + \alpha_{i,t} + \rho s_{j,c,t-3} + (\beta + \delta_{iq=0})(x_{j,c,t} - x_{j,c,t-3}) + \varepsilon$$

Tale equazione include il tasso di risparmio mensile di tre mesi prima ($s_{j,c,t-3}$), che rileva l'impatto degli acquisti a tantum di importo considerevole nel periodo precedente, i quali incidono sul tasso di risparmio.

Questa analisi presenta una serie di caveat. Le famiglie potrebbero avere difficoltà a ricordare con precisione tutte le somme spese, ripartite per categoria, e potrebbero pertanto segnalare in modo inesatto la spesa complessiva. L'impiego delle prime differenze nella specificazione tiene conto, in parte, di questi aspetti, eliminando eventuali distorsioni costanti dei dati, specifiche delle famiglie. La specificazione include anche diversi effetti fissi aventi lo scopo di identificare il parametro chiave β , che misura la reazione a una variazione della spesa per le utenze domestiche, tenendo conto di diversi effetti di disturbo. Tali effetti fissi riguardano: a) le caratteristiche eterogenee delle famiglie (α_j), come le dimensioni e la collocazione delle abitazioni occupate e la composizione del nucleo familiare; b) fattori specifici di ciascun paese ma variabili nel tempo ($\alpha_{c,t}$), come le diverse

²⁰ I livelli di reddito sembrano non avere grande impatto sul modo in cui i consumi delle famiglie reagiscono alle variazioni dei prezzi dell'energia, siano esse attese o inattese. A prescindere dagli effetti di anticipazione, tali evidenze sono coerenti con l'ipotesi che i risparmi siano sempre la riserva cui si ricorre più di frequente per far fronte a shock al reddito disponibile reale di lieve entità (con l'eccezione degli shock inattesi che colpiscono le famiglie con vincoli di liquidità, i cui consumi variano in risposta a tali shock). Cfr. Cullen, J.B., Friedberg, L. e Wolfram, C., "Do Households Smooth Small Consumption Shocks? Evidence from Anticipated and Unanticipated Variation in Home Energy Costs", mimeo, 2005.

condizioni economiche che caratterizzano i singoli paesi (crescita del PIL, tassi di inflazione, ecc.); c) fattori che variano a seconda del gruppo di reddito e nel tempo ($\alpha_{i,t}$), che possono influenzare le decisioni di risparmio e di spesa, come gli interventi pubblici volti ad attenuare l'impatto della pandemia sulle famiglie.

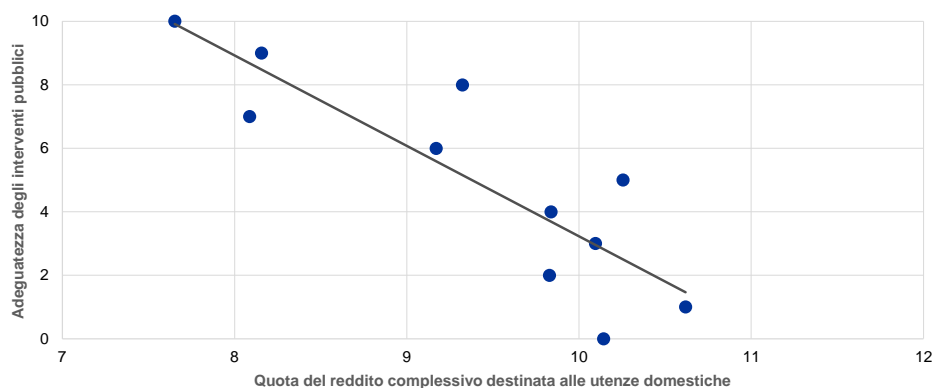
Le famiglie più esposte ai prezzi dell'energia percepiscono come meno adeguate le misure adottate per attenuare l'impatto dei rincari di tale bene.

Gli interventi pubblici mirano principalmente ad attenuare l'impatto iniquo che i rincari dell'energia esercitano sulle famiglie con diverse caratteristiche, sostenendo quelle più povere (che tendono a destinare all'energia una quota maggiore del proprio reddito). Nonostante i maggiori benefici, le famiglie con un livello di esposizione molto elevato ai prezzi dell'energia tendono ad adottare la visione che tali politiche non siano sufficienti a compensare l'impatto negativo dei forti rincari energetici (cfr. il grafico 9).

Grafico 9

Adeguatezza percepita degli interventi pubblici ed esposizione ai prezzi dell'energia

(asse delle ascisse: spesa per le utenze domestiche in percentuale del reddito complessivo; asse delle ordinate: adeguatezza percepita degli interventi su una scala da 0 a 10)



Fonti: indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse verticale indica il punteggio medio attribuito dalle famiglie agli interventi pubblici finalizzati a contenere l'impatto dei rincari dell'energia sul reddito disponibile. Le famiglie in Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio sono raggruppate in 11 intervalli di dimensioni equivalenti in base alla rispettiva spesa per utenze domestiche in percentuale del reddito complessivo. Per ciascun intervallo, la spesa media per le utenze domestiche in percentuale del reddito complessivo è posta a confronto con la corrispondente media dell'adeguatezza percepita degli interventi pubblici. I dati qui riportati sono stati raccolti a ottobre 2021.

4 Osservazioni conclusive

Il recente rialzo dei prezzi dell'energia rappresenta un evidente ostacolo alla ripresa dei consumi.

Nelle prime fasi della pandemia, con il deterioramento delle loro prospettive finanziarie, le famiglie hanno ridimensionato i piani di consumo, principalmente in risposta a shock dal lato dei costi e, subito dopo, a una serie di shock avversi dal lato della domanda. Dall'inizio del 2021, una serie di shock favorevoli dal lato della domanda hanno determinato una ripresa delle condizioni finanziarie, dei consumi e dei risparmi attesi da parte delle famiglie. Tuttavia si è rafforzata sempre più la visione secondo cui l'aumento dei prezzi delle materie prime

osservato a partire dall'estate del 2021 abbia esercitato pressioni sulla situazione finanziaria attesa delle famiglie, pesando di conseguenza sui loro piani di spesa.

I rincari dell'energia hanno implicazioni distributive di notevole entità, che richiedono interventi di bilancio mirati. L'impatto dei prezzi dell'energia sul reddito e sulla spesa dei nuclei familiari dipende principalmente dal livello di esposizione delle singole famiglie. Quelle a basso reddito con livelli di esposizione elevati tendono a riscontrare difficoltà finanziarie considerevoli quando la spesa per l'energia aumenta inaspettatamente e reagiscono a tali shock riducendo i risparmi o ritardando i pagamenti. Di conseguenza, è più probabile che queste famiglie avvertano la necessità di interventi da parte delle amministrazioni pubbliche per attenuare l'impatto dei rincari dell'energia.

2 Disuguaglianza economica e fiducia dei cittadini nella Banca centrale europea

a cura di Stephanie Bergbauer, Alessandro Giovannini e Nils Hernborg

1 Introduzione

Nella maggior parte delle economie avanzate, le disparità reddituali e patrimoniali sono aumentate a partire dai primi anni '80, sebbene i dati disponibili indichino traiettorie nazionali diverse. La concentrazione della ricchezza e la disuguaglianza di reddito sono cresciute nell'Europa continentale, ma molto meno che, ad esempio, negli Stati Uniti e nel Regno Unito¹. È probabile che la pandemia di coronavirus (COVID-19) amplifichi ulteriormente le disparità economiche. La disuguaglianza reddituale potrebbe aumentare a causa di un incremento della disoccupazione e della perdita di reddito tra lavoratori più giovani, donne, occupati con redditi più bassi, gruppi con livelli di istruzione inferiori e lavoratori a tempo determinato². Inoltre, l'aumento dei prezzi delle attività, come quelli delle azioni e degli immobili, insieme alle variazioni delle abitudini di consumo e delle scelte di risparmio nelle diverse porzioni della distribuzione della ricchezza durante la pandemia, potrebbe contribuire a una maggiore disuguaglianza patrimoniale³.

I cittadini hanno espresso preoccupazione per le disuguaglianze economiche nel contesto del riesame della strategia della BCE⁴. Empiricamente, gli studi hanno dimostrato che la politica monetaria può avere un impatto solo limitato sulle disuguaglianze economiche e che, nel complesso, il suo allentamento sembra aver attenuato in qualche misura la disparità economica nell'area dell'euro negli ultimi anni⁵. Al tempo stesso, è stato dimostrato che la disuguaglianza potrebbe svolgere un ruolo nella trasmissione della politica monetaria, mettendo in luce la necessità di

¹ Cfr., ad esempio, Alvaredo, F., Chancel, L., Piketty, T., Saez, E. e Zucman, G., "Global Inequality Dynamics: New Findings from WID.world", *American Economic Review*, vol. 107, n. 5, 2017, pagg. 404-409; Blanchet, T., Chancel, L. e Gethin, A., "Why is Europe more equal than the United States?", *World Inequality Lab Working Papers*, n. 2020/19, 2020; Piketty, T. e Saez, E., "Inequality in the long run", *Science*, vol. 344, n. 6186, 2014, pagg. 838-843; Nolan, B. e Valenzuela, L., "Inequality and its discontents", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 35, n. 3, 2019, pagg. 396-430; e Zucman, G., "Global Wealth Inequality", *Annual Review of Economics*, vol. 11, n. 1, 2019, pagg. 109-138.

² Cfr., ad esempio, il riquadro *COVID-19 e disuguaglianze reddituali nell'area dell'euro* nel numero 2/2021 di questo Bollettino e l'articolo *L'impatto della pandemia di COVID-19 sul mercato del lavoro nell'area dell'euro* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

³ Per maggiori informazioni, cfr. anche Schnabel, I., "Monetary policy and inequality", intervento tenuto in occasione della conferenza virtuale *Diversity and Inclusion in Economics, Finance, and Central Banking*, 9 novembre 2021.

⁴ Cfr. *La BCE ti ascolta – Sintesi del riesame intermedio*, BCE, 2021; e *La BCE ti ascolta – Sintesi delle risposte ricevute sul portale "La BCE ti ascolta"*, BCE, 2022.

⁵ Cfr. l'articolo *Politica monetaria e disuguaglianze* nel numero 2/2021 di questo Bollettino. Mentre l'evidenza relativa agli effetti sulla disparità di reddito è più consolidata, l'evidenza sulla distribuzione della ricchezza lo è di meno. Cfr. Schnabel, I., op. cit.

migliorare la comprensione dei modi in cui la disparità può avere un impatto sull'adempimento del mandato della BCE.

Un aspetto che ha ricevuto minore attenzione è il modo in cui un aumento percepito della disuguaglianza sia in grado di influire sulla fiducia dei cittadini nelle banche centrali e come ciò possa incidere sull'adempimento dei loro mandati. Nel contesto europeo si è riscontrato che le crescenti disparità economiche deprimono la fiducia dei cittadini nell'UE e nelle sue istituzioni, sia direttamente, sia indirettamente attraverso l'impatto negativo della disuguaglianza sulla fiducia nelle istituzioni nazionali⁶. Ciò può avere ripercussioni sulla BCE, giacché la fiducia dei cittadini è rilevante sia per l'ancoraggio delle aspettative di inflazione, che aumenta l'efficacia della politica monetaria⁷, sia per proteggere quest'ultima da pressioni politiche suscettibili di comprometterne l'indipendenza.

Il presente articolo approfondisce la relazione tra le disuguaglianze economiche e la fiducia dei cittadini nella BCE e in altre istituzioni europee.

Sulla base dei dati della nuova indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey) e dell'indagine Eurobarometro standard, viene analizzato il legame tra diverse forme di disuguaglianza economica, percezioni di disuguaglianza e fiducia dei cittadini nella BCE e in altre istituzioni dell'UE nell'area dell'euro, nel periodo 1999-2020 e nel contesto della crisi legata al COVID-19. La sezione 2 illustra l'importanza della disuguaglianza economica per la fiducia nelle istituzioni in generale e nella BCE in particolare. La sezione 3 esamina diverse dimensioni e misure della disuguaglianza economica e la loro evoluzione nell'area dell'euro. La sezione 4 analizza poi la relazione tra diverse misure della disuguaglianza economica e della fiducia dei cittadini nella BCE e in altre istituzioni dell'UE, come la Commissione europea e il Parlamento europeo. Nella sezione 5 sono esposte le osservazioni conclusive.

2 La rilevanza della disuguaglianza economica per la fiducia nelle istituzioni

Una maggiore disuguaglianza economica tende a ridurre la fiducia nelle istituzioni pubbliche. La disuguaglianza economica può essere intesa come uno standard normativo e un risultato sostanziale delle politiche in base ai quali i cittadini

⁶ Cfr., ad esempio, Kuhn, T., van Elsas, E., Hakhverdian, A. e van der Brug, W., "An ever wider gap in an ever closer union: Rising inequalities and euroscepticism in 12 West European democracies, 1975-2009", *Socio-Economic Review*, vol. 14, n. 1, 2016, pagg. 27-45; e Lipps, J. e Schraff, D., "Regional inequality and institutional trust in Europe", *European Journal of Political Research*, vol. 60, n. 4, 2021, pagg. 892-913. Inoltre, diversi studi hanno dimostrato che l'aumento della disuguaglianza economica tende ad accrescere il sostegno politico a favore di partiti populistici, con un impatto sulla definizione delle politiche dell'UE. Cfr. ad esempio, Guriev, S., "Economic Drivers of Populism", *AEA Papers and Proceedings*, vol. 108, 2018, pagg. 200-203.

⁷ Livelli più elevati di fiducia dei cittadini possono contribuire ad ancorare le aspettative di inflazione degli operatori economici intorno all'obiettivo di inflazione, assicurando così che deviazioni temporanee dell'inflazione effettiva rispetto all'obiettivo non influenzino le richieste salariali e le decisioni di determinazione dei prezzi di famiglie e imprese. Cfr., ad esempio, 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, 2021, pagg. 1-37; Rumler, F. e Valderrama, M.T., "Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data", *Economic Modelling*, vol. 87, 2020, pagg. 8-23; e van der Cruysen, C. e Samarina, A. "Trust in the ECB in turbulent times", *DNB Working Paper*, n. 722, De Nederlandsche Bank, 2021.

valutano l'operato dei governi. Quando le istituzioni non forniscono risorse sufficienti a tutti i cittadini o non riescono ad assicurarne una distribuzione relativamente equa, determinando disparità economiche, povertà ed esclusione economica, le aspettative di alcuni cittadini non vengono soddisfatte, deprimendo la fiducia nelle istituzioni. Empiricamente, si è riscontrato che livelli più elevati di disparità reddituale e patrimoniale sono correlati a livelli più bassi di fiducia nelle istituzioni politiche e, in generale, a un indebolimento del sostegno alla democrazia⁸.

Fattori contestuali possono influenzare il rapporto tra disuguaglianza economica e fiducia delle istituzioni.

Le norme specifiche di ciascun paese, i risultati pregressi del proprio e l'esempio degli altri forniscono ai cittadini dei parametri di riferimento per valutare i livelli di disuguaglianza nella rispettiva società⁹. I timori legati alle disuguaglianze sembrano inoltre esercitare un effetto più forte sulla fiducia nei periodi di crisi, quando le questioni di esclusione e declino economico sono più rilevanti¹⁰. Tuttavia, l'effetto della disuguaglianza sulla fiducia sembra essere più debole in presenza di solide politiche sociali e redistributive, mettendo in evidenza il ruolo di quelle pubbliche nell'attenuare le conseguenze della disuguaglianza sul piano politico¹¹.

L'impatto della disuguaglianza economica sulla fiducia nelle istituzioni è anche mediato dalle percezioni, dalle opinioni e dalle esperienze individuali.

La ricerca mostra che le percezioni di disuguaglianza non coincidono sempre con i livelli di disparità di reddito e ricchezza misurati statisticamente¹². Inoltre, i cittadini hanno convinzioni normative diverse circa la distribuzione auspicabile della ricchezza e del reddito nella società, e ciò può influenzare la fiducia delle istituzioni^{13,14}. Infine, la relazione tra la disuguaglianza a livello macro e la fiducia degli individui nelle istituzioni pubbliche dipende anche dal contesto socioeconomico

⁸ Cfr. ad esempio, Andersen, R., "Support for democracy in cross-national perspective: The detrimental effect of economic inequality", *Research in Social Stratification and Mobility*, vol. 30, n. 4, 2012, pagg. 389-402; Gould, E. e Hijzen, A., "Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital", *IMF Working Papers*, n. 16/176, Fondo monetario internazionale, 2016; e Krieckhaus, J., Son, B., Bellinger, N. e Wells, J., "Economic Inequality and Democratic Support", *The Journal of Politics*, vol. 76, n. 1, 2014, pagg. 139-151.

⁹ Ad esempio, le società con livelli di disparità più elevati tendono anche ad accettare maggiori disuguaglianze nelle distribuzioni del reddito. D'altro canto, un aumento della disuguaglianza potrebbe avere un impatto maggiore sulla fiducia nelle istituzioni nei paesi con bassi livelli iniziali di disparità rispetto a quelli con livelli iniziali elevati. Cfr. Sachweh, P. e Olafsdottir, S., "The Welfare State and Equality? Stratification Realities and Aspirations in Three Welfare Regimes", *European Sociological Review*, vol. 28, n. 2, 2012, pagg. 149-168.

¹⁰ Cfr. Ervasti, H., Kouvo, A. e Venetoklis, T., "Social and Institutional Trust in Times of Crisis: Greece, 2002-2011", *Social Indicators Research*, vol. 141, 2019, pagg. 1207-1231.

¹¹ Cfr. Kumlin, S. e Haugsgjerd, A., "The welfare state and political trust: bringing performance back in", in Zmerli, S. e van der Meer, T.W.G. (a cura di), *Handbook on Political Trust*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2017, pagg. 285-301.

¹² Cfr., ad esempio, Knell, M. e Stix, H., "Perceptions of inequality", *European Journal of Political Economy*, vol. 65, 2020.

¹³ Cfr. i risultati sul piano descrittivo in, ad esempio, Dion, M.L. e Birchfield, V., "Economic Development, Income Inequality, and Preferences for Redistribution", *International Studies Quarterly*, vol. 54, n. 2, 2010, pagg. 315-334; e Olivera, J., "Preferences for redistribution in Europe", *IZA Journal of European Labor Studies*, vol. 4, n. 14, 2015.

¹⁴ Vi sono evidenze del fatto che la disuguaglianza ha effetti negativi più marcati sulla fiducia nelle istituzioni tra i cittadini con un maggiore senso di egualitarismo. Cfr. Anderson, C.J. e Singer, M.M., "The Sensitive Left and the Impervious Right: Multilevel Models and the Politics of Inequality, Ideology, and Legitimacy in Europe", *Comparative Political Studies*, vol. 41, n. 4/5, 2008, pagg. 564-599.

in cui si trovano e dalla loro posizione nella distribuzione del reddito e della ricchezza¹⁵.

Anche la percezione dei risultati ottenuti dalle istituzioni politiche nell'affrontare le disuguaglianze sembra essere rilevante per le banche centrali. Evidenze recenti suggeriscono che i timori dei cittadini circa la disuguaglianza sono indirizzati non solo ai governi, agenti con la responsabilità primaria del problema e la capacità di affrontarlo, ma anche alle banche centrali. Durante gli eventi della BCE dedicati all'ascolto nel contesto del riesame della strategia di politica monetaria, i cittadini hanno sostenuto che la BCE dovrebbe assumere un ruolo di maggior rilievo nell'affrontare le questioni sociali, come la disuguaglianza e la povertà¹⁶. Ciò suggerisce che i cittadini si aspettano degli interventi da parte delle rispettive banche centrali. Se tali aspettative non vengono soddisfatte, la fiducia nella banca centrale può subire ripercussioni negative attraverso i meccanismi descritti nei paragrafi precedenti.

La letteratura relativa all'impatto della disuguaglianza economica sulla fiducia dei cittadini nelle banche centrali è limitata. Poche analisi empiriche hanno esaminato i legami tra la percezione della disuguaglianza economica e la fiducia nelle banche centrali come la BCE. Si è osservato che la fiducia nella BCE è legata alle opinioni circa gli effetti esercitati dalle misure di politica monetaria sulla disuguaglianza¹⁷. Inoltre, i livelli di disparità di reddito sembrano essere associati alla fiducia dei cittadini nella BCE, soprattutto in tempi di crisi¹⁸. Infine, potrebbero essere rilevanti non solo i livelli di disuguaglianza statisticamente misurati, ma anche i livelli percepiti soggettivamente. Uno studio incentrato sulla Bank of England ha rilevato che è più probabile che le persone soddisfatte dall'attuale distribuzione del reddito abbiano fiducia nella banca centrale¹⁹.

3 Dimensioni e percezioni della disuguaglianza economica

Le diverse misure della disparità economica riguardano aspetti differenti della disuguaglianza e si basano su metodi distinti per determinare il benessere economico e la sua distribuzione nella società. È importante comprendere tali differenze metodologiche, in quanto queste possono influire sui risultati riguardanti la relazione empirica tra fiducia e disuguaglianza. In particolare, è importante

¹⁵ Cfr., ad esempio, Goubin, S. e Hooghe, M., "The Effect of Inequality on the Relation Between Socioeconomic Stratification and Political Trust in Europe", *Social Justice Research*, vol. 33, 2020, pagg. 219-247.

¹⁶ Cfr. *La BCE ti ascolta – Sintesi del riesame intermedio*, BCE, 2021.

¹⁷ Considerando dati rappresentativi di indagini condotte in Germania nel 2018, si è osservato che gli intervistati che hanno fiducia nella BCE hanno maggiori probabilità di ritenere che il suo programma di acquisto di attività non abbia avuto effetto, o abbia avuto un effetto di riduzione, sulla disuguaglianza in Germania e che abbia migliorato la loro situazione economica personale. Cfr. Hayo, B., *Does Quantitative Easing Affect People's Personal Financial Situation and Economic Inequality? The View of the German Population*, SSRN, 2020.

¹⁸ Cfr. Bonasia, M., Canale, R.R., Liotti, G. e Spagnolo, N., "Trust in Institutions and Income Inequality in the Eurozone: The Role of the Crisis", *Engineering Economics*, vol. 27, n. 1, 2016, pagg. 4-12.

¹⁹ Cfr. Farrell, L., Fry, J.M. e Fry, T.R.L., "Who trusts the bank of England and high street banks in Britain?", *Applied Economics*, vol. 53, n. 16, 2021, pagg. 1886-1898.

distinguere tra livelli di disuguaglianza misurati in modo oggettivo e percezioni soggettive della stessa.

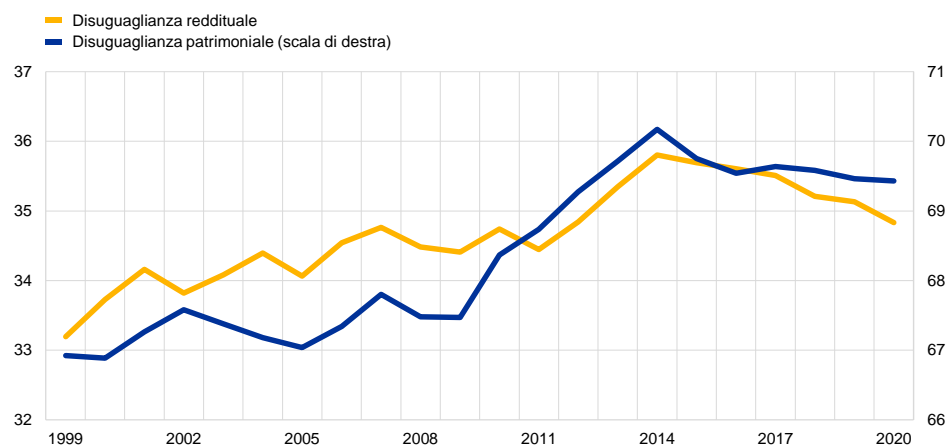
Tra le dimensioni della disuguaglianza, la distinzione più comune è tra reddito e ricchezza. Mentre le disparità sia di reddito sia di ricchezza sono aumentate nella maggior parte delle economie avanzate dagli inizi degli anni '80, la concentrazione della ricchezza tende a essere maggiore rispetto a quella del reddito²⁰. La disparità di reddito può essere misurata sulla base del reddito ante imposte o al netto delle stesse (ovvero sul reddito disponibile)²¹. La capacità dei governi di incidere sulla concentrazione del reddito attraverso imposte e trasferimenti può influenzare l'opinione pubblica, soprattutto nei paesi europei con sistemi previdenziali e politiche redistributive tradizionalmente più solidi²².

Le disuguaglianze sia di reddito sia di ricchezza nei paesi dell'area dell'euro sono aumentate a partire dal 1999, sebbene in misura marginale (cfr. il grafico 1). Tale tendenza si è rafforzata all'indomani della crisi finanziaria mondiale del 2008, con una più rapida crescita della disuguaglianza patrimoniale rispetto a quella reddituale. Entrambe le misure hanno raggiunto il livello massimo nel 2014 e da allora si sono stabilizzate²³.

Grafico 1

Disuguaglianza reddituale e patrimoniale nei paesi dell'area dell'euro, 1999-2020

(scala di sinistra: coefficiente di Gini relativo al reddito al netto delle imposte; scala di destra: coefficiente di Gini relativo alla ricchezza)



Fonte: World Inequality Database.

Nota: media del coefficiente di Gini dei paesi dell'area dell'euro ponderata per la popolazione e corretta per l'adesione all'area dell'euro.

²⁰ Cfr., ad esempio, Piketty, T. e Saez, E., op. cit. Per un'analisi delle differenze tendenziali tra le disuguaglianze reddituali e patrimoniali negli Stati Uniti, cfr. Kuhn, M., Schularick, M. e Steins, U.I., "Income and Wealth Inequality in America, 1949-2016", *Journal of Political Economy*, vol. 128, n. 9, 2020, pagg. 3469-3519.

²¹ Per quanto riguarda sia la disuguaglianza reddituale sia quella patrimoniale, il coefficiente di Gini è un indicatore standard, ma non l'unico, della misura in cui la distribuzione del reddito o della ricchezza si discosta da un'uguaglianza perfetta.

²² Per una rassegna sulla misurazione della disuguaglianza, cfr. McGregor, T., Smith, B. e Wills, S., "Measuring inequality", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 35, n. 3, 2019, pagg. 368-395.

²³ Per maggiori dettagli su tali tendenze, cfr. Blanchet, T., Chancel, L. e Ghetin, A., "How Unequal is Europe? Evidence from Distributional National Accounts, 1980-2017", *WID.world Working Paper*, n. 2019/06, 2019.

È più probabile che gli individui basino le proprie decisioni e preferenze in tema di politiche su percezioni soggettive della disuguaglianza di reddito piuttosto che su misure statistiche. Sebbene la maggior parte delle persone sappia approssimativamente quale sia il proprio reddito, in genere non è a conoscenza dell'intera distribuzione di quest'ultimo o della posizione esatta del proprio livello di reddito all'interno di tale distribuzione²⁴. Da un punto di vista euristico, i cittadini tendono a collegare la propria posizione nella distribuzione del reddito a un gruppo di riferimento con cui hanno familiarità, spesso un gruppo di loro pari con caratteristiche socio-economiche simili, ma di frequente si percepiscono più vicini al centro di tale distribuzione di quanto non siano effettivamente. Le persone che si trovano nella fascia superiore della distribuzione tendono a ritenere di essere collocate su livelli inferiori, mentre quelle nella parte inferiore tendono a credere di trovarsi in posizione più elevata rispetto a dove sono effettivamente collocate²⁵.

Le percezioni individuali della disuguaglianza, almeno in parte, si formano in linea con le variabili economiche fondamentali. Ricerche condotte su scala internazionale mostrano un disallineamento tra le impressioni soggettive e la disuguaglianza economica rilevata dagli indicatori statistici²⁶. Al tempo stesso, le evidenze recenti per i paesi dell'OCSE indicano che, sebbene le informazioni sulla distribuzione del reddito siano incomplete, le percezioni delle disparità di reddito sembrano riflettere evidenze reali di disuguaglianza economica²⁷. Le persone individuano disuguaglianze di reddito laddove anche le stime statistiche forniscono indicazioni in tal senso.

Nei sei paesi considerati dalla nuova indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, gran parte dei cittadini considera la disuguaglianza di reddito come “troppo ampia” e le opinioni espresse sono correlate alla situazione reddituale di ciascuno. È importante notare che la domanda dell'indagine è prevalentemente normativa, giacché chiede agli intervistati di confrontare l'attuale grado di disuguaglianza con uno ideale. Di conseguenza, tale misura non coglie necessariamente la percezione dell'intervistato circa il grado di disuguaglianza nella società. Come illustrato nel grafico 2, la percentuale di intervistati che percepisce la disuguaglianza come “troppo ampia” è in netta maggioranza in tutti i quintili di reddito. Per quanto riguarda i singoli paesi, in Belgio, Spagna e Italia oltre il 75 per cento degli intervistati ritiene che le disparità di reddito siano “troppo ampie” (non indicati). Tale percezione è condivisa anche dalla maggioranza degli intervistati nelle diverse fasce di distribuzione del reddito in tutti i paesi. Al tempo stesso, è più probabile (di circa 15 punti percentuali) che gli appartenenti all'estremo inferiore

²⁴ Cfr. Gimpelson, V. e Treisman, D., “Misperceiving inequality”, *Economics & Politics*, vol. 30, n. 1, 2018, pagg. 27-54.

²⁵ Questa tendenza è definita “distorsione centrale” e rappresenta un equivoco ricorrente circa le interpretazioni soggettive della disuguaglianza di reddito. Cfr. Hvidberg, K.B., Kreiner, C. e Stantcheva, S., “Social Positions and Fairness Views on Inequality”, *NBER Working Paper*, n. 28099, novembre 2021; e Cruces, G., Perez-Truglia, R. e Tetaz, M., “Biased perceptions of income distribution and preferences for redistribution: Evidence from a survey experiment”, *Journal of Public Economics*, vol. 98, 2013, pagg. 100-112.

²⁶ Cfr. Cruces, G. et al., op. cit.; e Kuhn, A., “[The Individual Perception of Wage Inequality: A Measurement Framework and Some Empirical Evidence](#)”, *IZA Discussion Paper Series*, n. 9579, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, 2015.

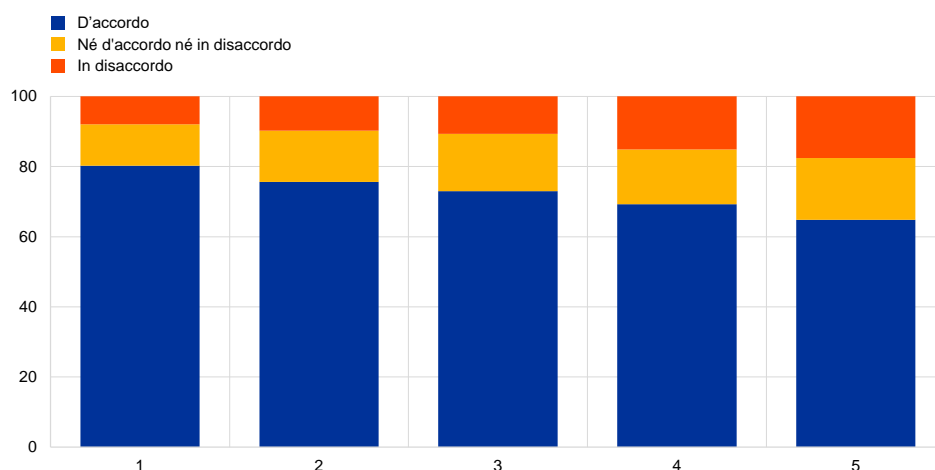
²⁷ Cfr. *Does Inequality Matter? How People Perceive Economic Disparities and Social Mobility*, OECD Publishing, Parigi, 2021.

della distribuzione concordino sul fatto che le disparità di reddito sono “troppo ampie” rispetto a coloro che si collocano nel quintile più alto. Le differenze variano da paese a paese: gli intervistati in Spagna e Italia hanno espresso opinioni piuttosto simili circa la distribuzione del reddito, mentre vi sono differenze tra gli intervistati a basso e alto reddito in Belgio, Germania, Francia e Paesi Bassi (non indicati).

Grafico 2

Percezione della disuguaglianza come “troppo ampia”, per quintile di reddito

(quota percentuale)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori.

Note: dati raggruppati e ponderati per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2021 per i sei paesi inclusi nell'indagine (Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi). La disuguaglianza di reddito percepita come “troppo ampia” è misurata su una scala da 1 a 7, in cui 1 corrisponde alla risposta “fortemente in disaccordo” e 7 alla risposta “fortemente d'accordo” rispetto alla seguente affermazione: “Le differenze di reddito nel paese in cui vive attualmente sono troppo ampie”. Le risposte tra 1 e 3 corrispondono a “In disaccordo”, la 4 a “Né d'accordo né in disaccordo” e quelle tra 5 e 7 a “D'accordo”.

4 Fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE e disuguaglianze economiche

È difficile stabilire un nesso causale tra disuguaglianza e fiducia dei cittadini nella BCE e nelle altre istituzioni dell'UE.

Da un lato, alcune variabili confondenti possono incidere contemporaneamente sulla disuguaglianza economica e sulla fiducia dei cittadini nelle istituzioni. Ad esempio, le differenze nei livelli di istruzione possono determinare maggiori disparità di reddito. Tali differenze si rifletterebbero anche nei livelli di fiducia dei cittadini, dato che livelli di istruzione inferiori sono associati a una minore fiducia nelle istituzioni²⁸. Analogamente, livelli più elevati di disoccupazione tendono a essere associati sia a una maggiore disparità di reddito sia a più bassi livelli di fiducia dei cittadini²⁹. D'altro canto, la disuguaglianza economica può essere endogena ai livelli di fiducia dei cittadini, giacché la fiducia

²⁸ Cfr., ad esempio, 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; e 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, 2020.

²⁹ Cfr., ad esempio, Roth, F. e Jonung, L., “Public Support for the Euro and Trust in the ECB: The first two decades of the common currency”, *Hamburg Discussion Papers in International Economics*, n. 2, 2019.

interpersonale influisce sulle preferenze per politiche più o meno redistributive. Nei paesi scandinavi, ad esempio, le minori disparità di reddito e i più generosi sistemi di previdenza e assistenza sociale sono stati attribuiti a livelli più elevati di fiducia interpersonale³⁰, correlata con quella nelle istituzioni³¹. Ciò può dar luogo a un problema di causalità inversa, rendendo difficile distinguere gli effetti della disuguaglianza sulla fiducia dagli effetti della fiducia sulla disuguaglianza.

La presente sezione analizza le correlazioni tra disuguaglianze economiche e fiducia dei cittadini a livello bivariato senza cercare di stabilire un nesso di causalità. Il riquadro 1 esamina in modo empirico il legame tra disparità di reddito percepita e fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE, aggiungendo ulteriori variabili di controllo per tenere conto dei possibili fattori confondenti in grado di influire sulla relazione tra disuguaglianze economiche e fiducia istituzionale.

L'analisi attinge ai dati ricavati dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori e dall'Eurobarometro standard. La prima monitora la fiducia dei cittadini nelle istituzioni attraverso un'indagine longitudinale mensile iniziata ad aprile 2020³² ed è combinata con l'analisi dei dati dell'Eurobarometro standard relativi a 43 edizioni dell'indagine, che è condotta due volte l'anno³³. Tali indagini qualitative rappresentano le migliori fonti disponibili per misurare la fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE e consentono analisi quantitative delle tendenze nel corso del tempo e nei vari paesi.

La fiducia nella BCE è analizzata insieme alla fiducia nella Commissione europea e a quella nel Parlamento europeo. Nell'esprimere il proprio livello di fiducia, i cittadini potrebbero non distinguere adeguatamente tra le diverse istituzioni dell'Unione europea e alcuni, pertanto, potrebbero valutare la BCE nell'ambito del quadro generale dell'UE³⁴. Qualsiasi nesso tra disuguaglianze economiche e fiducia nella BCE può quindi essere determinato da fattori che non riguardano esclusivamente quest'ultima, essendo piuttosto parte di una valutazione complessiva sull'assetto dell'UE. Inoltre, è possibile confrontare i profili della fiducia nella BCE

³⁰ Cfr., ad esempio, Algan, Y., Cahuc, P. e Sangnier, M., "Efficient and Inefficient Welfare States", *IZA Discussion Paper Series*, n. 5445, IZA Institute of Labor Economics, Bonn, 2011.

³¹ Cfr. Angino, S., Ferrara, F. e Secola, S., "The cultural origins of institutional trust: The case of the European Central Bank", *European Union Politics*, 2021.

³² Pur essendo limitata nel tempo e nell'ampiezza geografica (in quanto coinvolge soltanto Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi), l'indagine misura la fiducia dei cittadini su una scala da 0 a 10, consentendo un'analisi più precisa di questa variabile rispetto agli indicatori binari. Include, inoltre, un insieme di informazioni sulle caratteristiche sociodemografiche e sulle aspettative economiche degli intervistati, inclusi i livelli di reddito totale delle famiglie e le disparità percepite. Per ulteriori informazioni sull'indagine, cfr. Bańkowska, K. et al., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, dicembre 2021.

³³ L'indagine Eurobarometro contiene la seguente richiesta: "Per favore, indichi se tende ad avere o a non avere fiducia nelle seguenti istituzioni europee: [NOME DELL'ISTITUZIONE]". I dati sono aggregati a livello di paese e a livello di regione per i paesi dell'area dell'euro in riferimento a ciascun anno, combinando le periodiche edizioni di primavera e autunno. I dati per il 2020 includono soltanto un'edizione, in quanto la consueta frequenza delle due indagini nel corso dell'anno è stata interrotta dalla pandemia.

³⁴ All'indomani della crisi finanziaria mondiale, sia le istituzioni nazionali che quelle europee hanno registrato un calo della fiducia dei cittadini nel contesto di una più ampia tendenza che ha visto aumentare il loro scetticismo nei confronti dei responsabili delle politiche. Cfr. il riquadro *Andamenti della fiducia nelle istituzioni pubbliche dalla crisi finanziaria mondiale* nel numero 4/2020 di questo Bollettino.

con i profili di quella nelle altre istituzioni dell'UE al fine di stabilire se un eventuale nesso tra disuguaglianza e fiducia sia specifico della BCE.

Riquadro 1

Il rapporto tra disuguaglianza di reddito percepita e fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE nell'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE

a cura di Navid Armeli, Alessandro Giovannini e Nils Hernborg

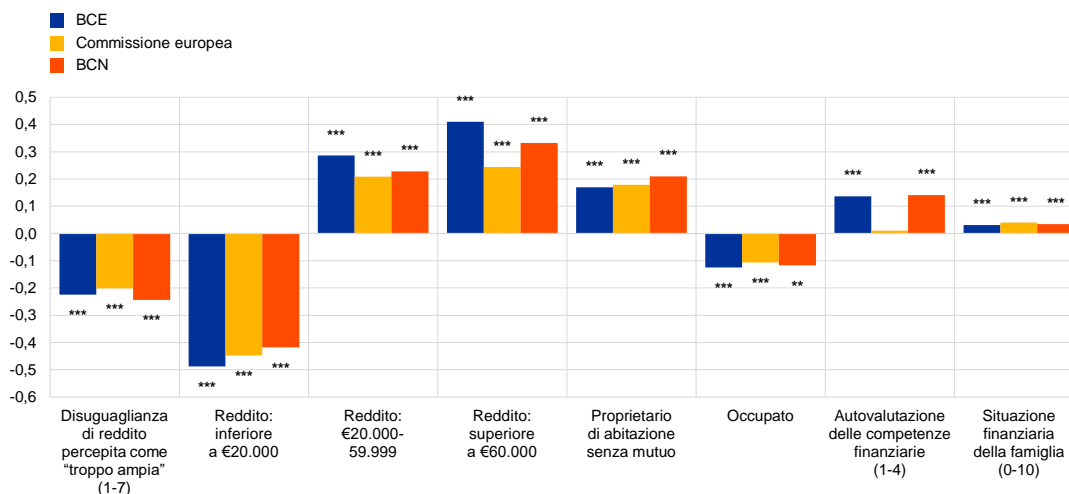
Il presente riquadro esamina il nesso tra le percezioni normative della disuguaglianza di reddito e la fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE, tenendo conto di un insieme di possibili variabili confondenti in grado di influire su tale relazione. A tal fine, estende le recenti analisi sulla fiducia nella BCE nel contesto della pandemia di COVID-19 includendo le percezioni della disuguaglianza di reddito tra le variabili esplicative. Sulla base di uno studio recente condotto da van der Crujsen e Samarina³⁵, si applica un'analoga tecnica di regressione longitudinale a effetti casuali che utilizza dati panel mensili tratti dall'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE per sei paesi dell'area dell'euro tra aprile 2020 e ottobre 2021. Per stabilire se una correlazione sia specifica della BCE, si stima il modello della fiducia nella Commissione europea e nelle banche centrali nazionali (BCN), così come della fiducia nella BCE.

Quando si tiene conto di un insieme di possibili fattori confondenti, le disparità di reddito percepite come "troppo ampie" presentano una correlazione negativa con la fiducia nella BCE. I risultati illustrati nel grafico A suggeriscono che la progressione di una unità su una scala numerata di sette punti che misura l'accordo con l'affermazione secondo cui la disuguaglianza di reddito è "troppo ampia" (1 = fortemente in disaccordo, 7 = fortemente d'accordo) riduce il livello di fiducia nella BCE di 0,2 punti (su una scala da 0 a 10). Sebbene di entità modesta, la correlazione negativa è statisticamente significativa e, caratterizzata da un ordine di grandezza analogo, emerge anche in riferimento alla fiducia dei cittadini nella Commissione europea e nelle BCN. Ciò sembra indicare che la correlazione negativa non sia specifica della BCE e che i cittadini abbiano atteggiamenti simili nei confronti di tutte le istituzioni. Inoltre, i risultati mostrano anche che i livelli di reddito sono correlati positivamente con la fiducia nella BCE quando si tiene conto di altri fattori e che la medesima correlazione si osserva nel caso delle altre istituzioni. Analogamente, i livelli di ricchezza, approssimati da coloro che risiedono in un immobile di proprietà non gravato da un mutuo ipotecario, presentano una correlazione positiva con la fiducia dei cittadini nella BCE e con quella nella Commissione europea e nelle BCN (cfr. il grafico A). I risultati simili segnati dalle varie istituzioni potrebbero anche essere influenzati dal fatto che, nel rispondere alle domande sul loro livello di fiducia, gli intervistati non operano distinzioni tra le stesse.

³⁵ Cfr. van der Crujsen, C. e Samarina, A., op. cit.

Grafico A

Correlazione tra fiducia nelle istituzioni dell'UE e disuguaglianza percepita



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori.

Note: la tavola mostra i risultati delle regressioni longitudinali a effetti casuali, con errori standard clusterizzati a livello individuale. Sono incluse (non indicate) variabili dummy costanti relative ai paesi e alle edizioni dell'indagine. La regressione tiene anche conto di genere, età e livello di istruzione (non indicati). La fiducia nelle istituzioni è misurata su una scala da 0 a 10, in cui 0 equivale a nessuna fiducia nell'istituzione e 10 indica la piena fiducia. La disuguaglianza di reddito percepita come "troppo ampia" è misurata su una scala da 1 a 7, in cui 1 corrisponde alla risposta "fortemente in disaccordo" e 7 alla risposta "fortemente d'accordo" rispetto alla seguente affermazione: "Le differenze di reddito nel paese in cui vive attualmente sono troppo ampie". La situazione finanziaria del nucleo familiare è misurata dalla domanda: "Quanto la preoccupa l'impatto del coronavirus (COVID-19) su ciascuno dei seguenti aspetti: situazione finanziaria della sua famiglia", in cui 0 indica la risposta "per nulla preoccupato" e 10 "estremamente preoccupato". L'autovalutazione delle competenze finanziarie è misurata dalla domanda: "Quanto si ritiene competente in materia finanziaria?", in cui 1 corrisponde alla risposta "non competente" e 4 alla risposta "molto competente". ***, ** e * denotano livelli di significatività, rispettivamente dell'1, del 5 e del 10 per cento.

5 Fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE e disuguaglianza

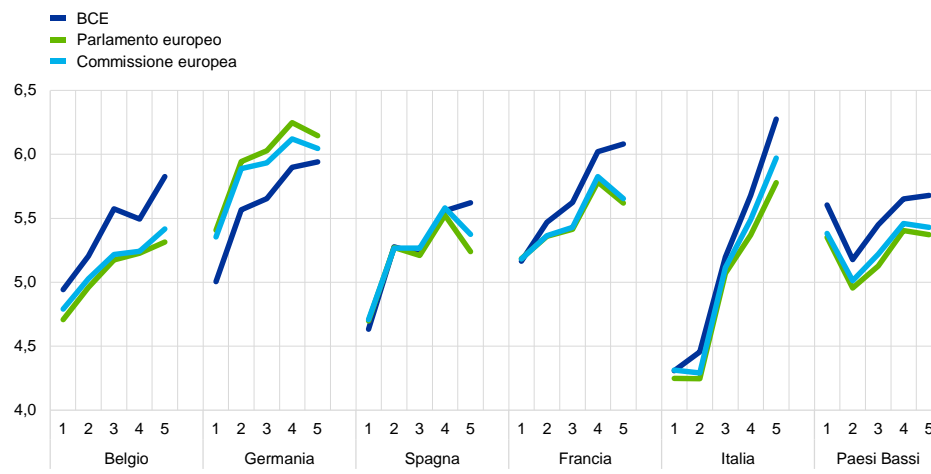
La fiducia nelle istituzioni dell'UE aumenta con il reddito. Il grafico 3 scompone la fiducia dei cittadini in base al reddito totale delle famiglie nell'intera popolazione e mostra che, in tutti e sei i paesi considerati, i livelli medi di fiducia nella BCE crescono gradualmente all'aumentare del reddito. Tale correlazione è robusta rispetto alle differenze in termini di età, genere, livello di istruzione e condizione occupazionale (non indicati). Lo stesso profilo, inoltre, emerge per i livelli medi di fiducia nel Parlamento europeo e nella Commissione europea³⁶.

³⁶ Un confronto con i dati dell'indagine europea sui valori sociali (European Social Values Survey), che misura soltanto la fiducia nel Parlamento europeo, conferma che il livello medio di fiducia in quest'ultimo aumenta lungo la distribuzione del reddito. Tale andamento si osserva anche in relazione ai livelli di fiducia in senso più ampio, inclusi la fiducia nelle BCN e i livelli generalizzati di fiducia negli altri individui (fiducia interpersonale).

Grafico 3

Fiducia nelle istituzioni dell'UE, per quintile di reddito delle famiglie

(livello medio di fiducia)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori.

Note: i dati includono le edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2021. Il livello medio ponderato della fiducia nella relativa istituzione è misurato su una scala da 0 a 10, in cui 0 equivale a nessuna fiducia nell'istituzione e 10 indica la piena fiducia.

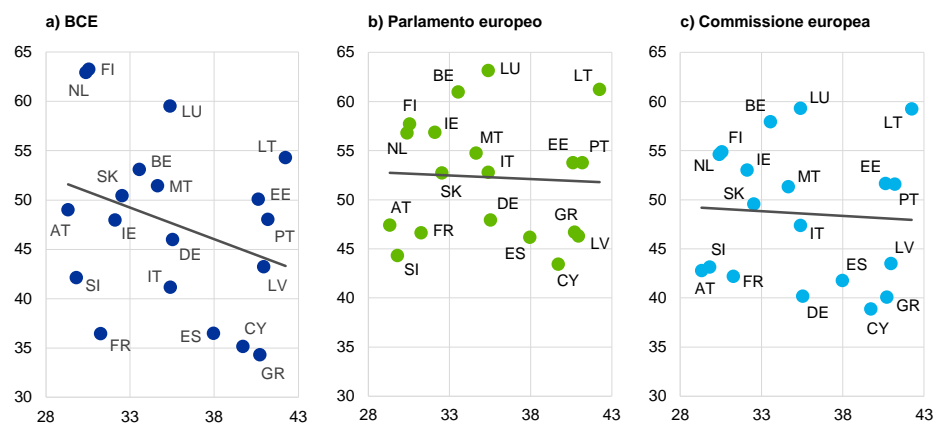
Sebbene le differenze nei livelli di fiducia lungo la distribuzione del reddito si registrino in tutti i sei paesi e per tutte le tre istituzioni, l'intensità della correlazione è eterogenea. Nei Paesi Bassi si osserva la minore variazione dei livelli medi di fiducia nella BCE lungo la distribuzione del reddito, in Italia la maggiore. Quanto alle differenze tra la BCE e le altre istituzioni dell'UE, è interessante notare che in Francia e in Italia i livelli medi di fiducia nella BCE sono più simili ai livelli medi di fiducia nei confronti del Parlamento europeo e della Commissione nell'estremo inferiore della distribuzione del reddito, ma risultano lievemente più elevati nell'estremo superiore. In Belgio e nei Paesi Bassi la fiducia nella BCE è maggiore di quella nelle altre istituzioni per tutte le fasce di reddito, mentre in Germania è inferiore lungo l'intera distribuzione.

Tale correlazione positiva suggerisce che i livelli di reddito possono incidere sulla fiducia dei cittadini nelle istituzioni dell'UE, ma non dice molto sul rapporto tra disparità di reddito e fiducia. Il pannello a) del grafico 4 indica che la fiducia dei cittadini nella BCE tende a essere più elevata nei paesi con minore disuguaglianza di reddito e viceversa. Inoltre, la correlazione bivariata tra il coefficiente di Gini al netto delle imposte e la fiducia è più forte per la BCE che per il Parlamento europeo o la Commissione europea (pannelli b) e c)).

Grafico 4

Coefficienti di Gini della disuguaglianza di reddito al netto delle imposte e fiducia nelle istituzioni dell'UE per i paesi dell'area dell'euro (1999-2020)

(asse delle ascisse: coefficiente medio di Gini della disuguaglianza di reddito al netto delle imposte; asse delle ordinate: tendenza media ad avere fiducia nell'istituzione)



Fonti: Eurobarometro standard e World Income Inequality Database.

Note: valori medi tra il 1999 e il 2020 corretti per l'adesione all'area dell'euro. La fiducia nell'istituzione è misurata come la percentuale degli intervistati che hanno risposto "Tendo ad avere fiducia" alla domanda "Per favore, indichi se tende ad avere o a non avere fiducia nelle seguenti istituzioni europee: [NOME DELL'ISTITUZIONE]". La correlazione tra la tendenza media ad avere fiducia e il coefficiente medio di Gini della disuguaglianza di reddito al netto delle imposte è statisticamente significativa al livello del 10 per cento per la BCE, ma non è significativa per il Parlamento europeo e la Commissione europea.

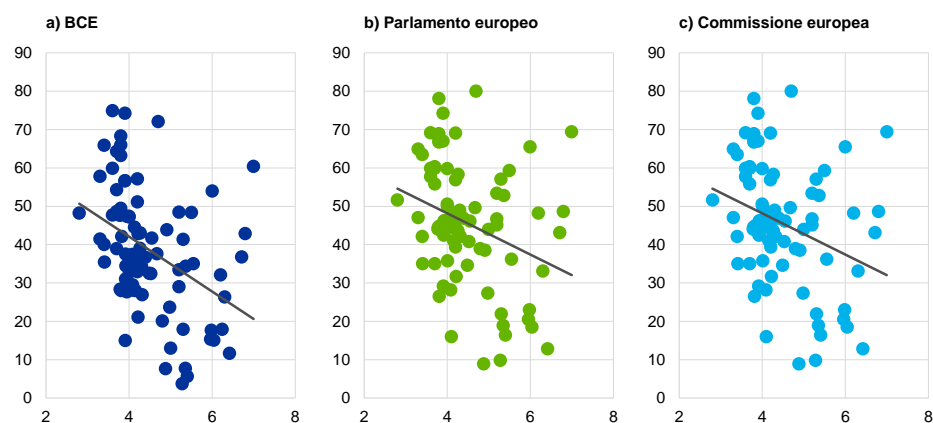
I dati regionali confermano la correlazione negativa tra disuguaglianza di reddito e fiducia dei cittadini nella BCE, avvalorando così la tesi secondo cui il livello della disuguaglianza di reddito è un fattore rilevante.

La fiducia dei cittadini nella BCE è minore nelle regioni caratterizzate da ampie differenze tra le fasce di reddito più alte e più basse rispetto alle regioni in cui tali differenze sono più contenute (cfr. il pannello a) del grafico 5). Questa correlazione si osserva anche nel caso dei livelli di fiducia del pubblico nel Parlamento europeo e nella Commissione europea (pannelli b) e c)). Rispetto alle misure della disuguaglianza di reddito a livello di paese, le misure regionali possono essere più prossime al livello di disparità che i cittadini considerano per loro rilevante e, pertanto, incidono in misura maggiore sul loro atteggiamento generale.

Grafico 5

Rapporto interquintile di reddito (S80/S20) e fiducia nelle istituzioni dell'UE all'interno delle regioni dell'area dell'euro (NUTS 1/2)

(asse delle ascisse: rapporto interquintile di reddito all'interno delle regioni; asse delle ordinate: tendenza ad avere fiducia)



Fonti: Eurobarometro standard, Eurostat e OCSE.

Note: il rapporto interquintile di reddito misura il rapporto tra il reddito totale percepito dal 20 per cento della popolazione nella fascia più elevata della distribuzione dei redditi (quintile superiore) e il reddito percepito dal 20 per cento della popolazione nella fascia più bassa (quintile inferiore) all'interno della regione. Il grafico mostra i rapporti interquintili di reddito all'interno delle regioni di livello NUTS 1 per Belgio, Germania, Grecia, Italia e Paesi Bassi e di livello NUTS 2 per Irlanda, Spagna, Francia, Lituania, Austria, Slovenia, Slovacchia e Finlandia. Le osservazioni sono le ultime disponibili per ciascun paese (2019 per Belgio, Irlanda, Grecia, Italia, Lettonia, Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia; 2018 per Austria; 2013 per Germania e Spagna; 2010 per Francia). I rapporti interquintili di reddito sono stati winsorizzati al 1° e al 99° percentile per tenere conto dei valori anomali. La tendenza ad avere fiducia in ciascuna istituzione è stata aggregata al livello NUTS e all'anno corrispondenti (combinando le edizioni delle indagini di autunno e di primavera dell'Eurobarometro standard) e sono state escluse le regioni con meno di 45 osservazioni. Non si dispone delle osservazioni relative a Estonia, Cipro, Lettonia, Lussemburgo, Malta e Portogallo. La relazione tra fiducia dei cittadini e rapporto interquintile di reddito è statisticamente significativa al livello dell'1 per cento per tutte le istituzioni.

Le misure della disuguaglianza patrimoniale mostrano una correlazione meno pronunciata con la fiducia nelle istituzioni dell'UE. Rispetto alle misure della distribuzione del reddito, le misure relative ai livelli della ricchezza delle famiglie e alla sua distribuzione sono al tempo stesso meno disponibili e meno accurate, a causa delle difficoltà di raccolta di tali informazioni attraverso indagini e dati amministrativi. Dal confronto tra la disuguaglianza patrimoniale (misurata dal coefficiente di Gini per la ricchezza personale netta) e la fiducia dei cittadini nella BCE nei paesi dell'area dell'euro tra il 1999 e il 2020 non emerge alcuna relazione chiara.

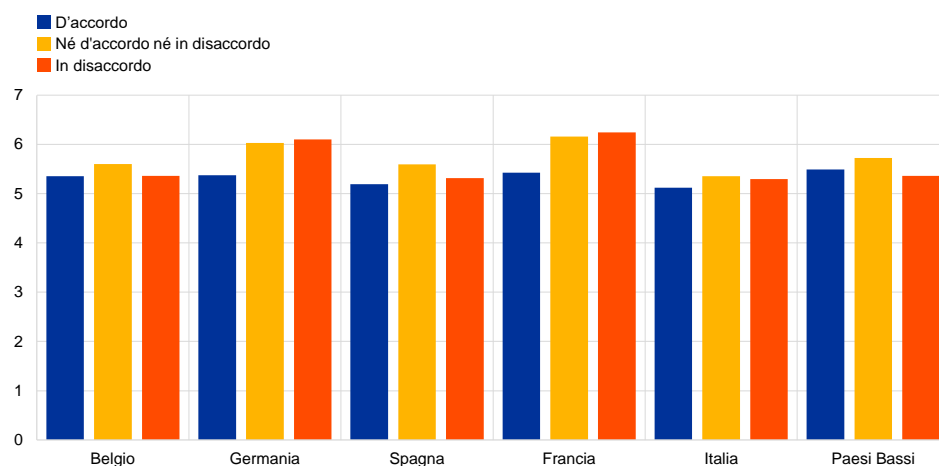
Infine, i cittadini che percepiscono la disuguaglianza di reddito come “troppo ampia” tendono a mostrare livelli di fiducia lievemente inferiori nella BCE e nelle altre istituzioni dell'UE. Come illustrato nella sezione 3, le misure statistiche della disuguaglianza di reddito potrebbero non essere note a tutti i cittadini, i quali potrebbero invece fondare le proprie preferenze e i propri atteggiamenti verso le politiche sulle rispettive percezioni soggettive ed eterogenee della disuguaglianza di reddito. Il grafico 6 mostra che, in media, i cittadini tedeschi e francesi che percepiscono la disuguaglianza come “troppo ampia” mostrano livelli di fiducia nella BCE inferiori rispetto a coloro che hanno una posizione neutrale o sono in disaccordo con l'affermazione. Tale correlazione permane invariata se si considerano le differenze in termini di età, genere, livello di istruzione e condizione occupazionale (non indicati). Tuttavia, in Belgio, Spagna, Italia e Paesi Bassi le differenze nei livelli medi di fiducia nella BCE lungo lo spettro dei diversi punti di vista

sono piuttosto contenute. Un profilo analogo emerge anche in relazione alla fiducia nella Commissione europea e nel Parlamento europeo (non indicata).

Grafico 6

Fiducia dei cittadini nella BCE, per disuguaglianza percepita come “troppo ampia”

(livello medio di fiducia)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori.

Note: i dati includono le edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2021. La disuguaglianza di reddito percepita come “troppo ampia” è misurata su una scala da 1 a 7, in cui 1 corrisponde alla risposta “fortemente in disaccordo” e 7 alla risposta “fortemente d'accordo” rispetto alla seguente affermazione: “Le differenze di reddito nel paese in cui vive attualmente sono troppo ampie”. Le risposte tra 1 e 3 corrispondono a “In disaccordo”, la 4 a “Né d'accordo né in disaccordo” e quelle tra 5 e 7 a “D'accordo”.

6 Osservazioni conclusive

Negli ultimi decenni le disparità reddituali e patrimoniali sono aumentate in molte economie avanzate e la pandemia potrebbe ulteriormente accrescere le disuguaglianze economiche esistenti. L’impatto della pandemia di COVID-19 rischia di amplificare le disparità economiche esistenti, in quanto alcuni segmenti della popolazione sono più esposti alla disoccupazione e alla perdita di reddito, mentre l’aumento dei prezzi delle attività potrebbe esacerbare la disuguaglianza in termini di ricchezza.

Sebbene di recente la disuguaglianza economica abbia attratto una maggiore attenzione da parte della ricerca accademica e del dibattito sulle politiche economiche, si è finora rivolto minore interesse al suo legame con la fiducia dei cittadini nelle banche centrali. La responsabilità di affrontare le disuguaglianze sociali compete principalmente ai governi, ma i cittadini potrebbero anche aspettarsi interventi da parte delle banche centrali e il loro atteggiamento nei confronti di queste ultime potrebbe quindi essere influenzato da misure e percezioni oggettive e soggettive della disuguaglianza economica.

Evidenze preliminari suggeriscono che una maggiore disuguaglianza di reddito, nonché le percezioni a essa associate, possono incidere sulla fiducia dei cittadini nella BCE. La fiducia nella BCE tende a essere minore nei paesi con maggiore disparità di reddito e viceversa. Analogamente, a livello regionale, la

fiducia dei cittadini nella BCE tende a essere inferiore nelle regioni caratterizzate da maggiori differenze tra le fasce di reddito più alte e più basse. Infine, a livello individuale, i cittadini che percepiscono la disuguaglianza di reddito come “troppo ampia” tendono a mostrare livelli di fiducia lievemente inferiori nella BCE. Sebbene di entità modesta, la correlazione negativa è statisticamente significativa e si conferma valida quando si tiene conto di possibili fattori confondenti.

Tuttavia, la disuguaglianza sembra avere un ruolo non solo nelle valutazioni della BCE da parte dei cittadini ma anche, più in generale, nelle loro valutazioni delle istituzioni dell’UE. Come illustrato nel presente articolo, il legame tra la fiducia dei cittadini nella BCE e la disuguaglianza di reddito si osserva anche nel caso di altre istituzioni dell’UE, quali il Parlamento europeo e la Commissione. Ciò è in linea con gli studi che mostrano che gli atteggiamenti nei confronti delle diverse istituzioni dell’UE tendono a essere fortemente correlati, suggerendo che i cittadini potrebbero valutare l’assetto generale dell’UE nel rispondere a domande su specifiche istituzioni³⁷.

Gli sforzi tesi a migliorare la comprensione da parte del pubblico del mandato e dei compiti della BCE possono contribuire a promuovere la fiducia nell’istituzione. Rendere la comunicazione più accessibile e rispondere alle preoccupazioni concrete dei cittadini nelle diverse parti dell’area dell’euro, come il ruolo della BCE nei risultati economici, può accrescere la fiducia nell’istituzione, rafforzando in tal modo l’efficacia dei suoi strumenti di politica monetaria e contribuendo a salvaguardare la sua indipendenza. Tale sforzo include la spiegazione di come le politiche della BCE, attraverso il conseguimento dell’obiettivo primario della stabilità dei prezzi stabilito dal Trattato, contribuiscano alla stabilizzazione macroeconomica e possano incidere sulle disuguaglianze economiche. Di fatto, l’inflazione è spesso considerata una delle “imposte” più regressive e, mantenendo la stabilità dei prezzi, la BCE tutela il potere d’acquisto delle famiglie con redditi più bassi, che sono le più sensibili alle oscillazioni del livello dei prezzi. Parallelamente, come molte banche centrali, la BCE continua anche ad approfondire l’analisi relativa al modo in cui le proprie politiche influenzano le disuguaglianze e l’eterogeneità delle famiglie condiziona la trasmissione di tali politiche³⁸.

³⁷ Cfr. Ehrmann, M., Soudan, M. e Stracca, L., op. cit.

³⁸ Cfr. l’articolo *Politica monetaria e disuguaglianze* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

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
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	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,4	1,4	1,8	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,6	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 1° trim.	0,7	1,5	-1,2	-0,5	0,3	-0,1	1,9	1,8	1,9	0,6	-0,5	0,0	1,1
2° trim.	0,5	1,6	5,6	0,6	1,3	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
3° trim.	1,9	0,6	0,9	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
4° trim.	1,4	1,7	1,3	1,1	1,6	0,3	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2021 ott.	-	-	-	-	-	-	5,2	3,6	6,2	4,2	0,1	1,5	4,1
nov.	-	-	-	-	-	-	5,9	3,9	6,8	5,1	0,6	2,3	4,9
dic.	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
feb.	-	-	-	-	-	-	7,7	5,5	7,9	6,2	0,9	.	5,9
mar. ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	8,5	7,0	.	.	7,5

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,4	-0,4	-0,5
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,2	-4,4	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,5	12,8
2021 2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,7	1,6	1,9
3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-1,2	-0,3	-2,1
4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,1	1,8
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	.	.	.
2021 ott.	54,7	57,6	57,8	50,7	51,5	54,2	51,2	55,9	49,7	-0,4	-0,4	-0,4
nov.	54,7	57,2	57,6	53,3	51,2	55,4	52,3	55,6	50,7	0,0	0,2	-0,3
dic.	54,6	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,1	1,8
2022 gen.	50,9	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,0	49,0	3,5	5,5	1,4
feb.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	.	.	.
mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,7	53,0	48,0	.	.	.

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) ³⁾	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 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
dic.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 gen.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
mar.	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

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	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 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
dic.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 gen.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
mar.	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81

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	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
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 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
dic.	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 gen.	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0
feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
mar.	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1

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		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 mar.	0,01	0,35	0,20	0,61	4,98	16,07	4,93	5,13	5,73	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	16,06	5,20	5,18	5,80	1,98	1,32	1,49	1,27	1,31	1,60	1,31
mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	5,21	5,32	5,95	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	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,89	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
ott.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,81	15,91	5,62	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,81	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
dic.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,10	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 gen.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,79	15,82	5,58	5,28	5,86	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
feb. ^(p)	0,01	0,46	0,19	0,56	4,83	15,78	5,37	5,29	5,88	2,09	1,36	1,49	1,39	1,37	1,66	1,38

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 (TAEG).

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	
2021 mar.	-0,01	-0,11	0,22	1,81	1,90	1,96	2,01	1,56	1,45	1,40	1,09	0,71	1,23	1,39
apr.	-0,01	-0,18	0,25	1,79	2,03	1,96	1,98	1,56	1,44	1,40	1,31	1,33	1,38	1,56
mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	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	1,83	1,88	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	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
dic.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 gen.	-0,04	-0,32	0,20	1,68	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
feb. ^(p)	-0,04	-0,31	0,35	1,68	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,41	1,07	1,07	1,46	1,41

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														
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	1.464	460	145	.	94	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 set.	1.576	507	145	.	100	697	127	475	221	46	.	39	124	46
ott.	1.534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
nov.	1.533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
dic.	1.464	460	145	.	94	669	95	312	138	46	.	38	76	15
2022 gen.	1.490	481	152	.	101	650	106	448	199	56	.	42	106	44
feb.	1.461	464	150	.	102	642	103	407	191	47	.	33	98	39
A lungo termine														
2019	16.315	3.817	3.402	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.289	3.891	3.208	.	1.459	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18.502	4.053	3.517	.	1.547	8.590	795	283	63	77	.	20	111	13
2021 set.	18.285	4.020	3.396	.	1.522	8.559	788	305	72	81	.	23	114	15
ott.	18.372	4.038	3.467	.	1.527	8.553	787	293	64	102	.	22	92	13
nov.	18.528	4.062	3.521	.	1.556	8.598	792	268	50	82	.	36	90	9
dic.	18.502	4.053	3.517	.	1.547	8.590	795	180	45	79	.	7	42	6
2022 gen.	18.623	4.083	3.527	.	1.550	8.659	805	350	111	75	.	14	135	15
feb.	18.745	4.107	3.542	.	1.540	8.748	808	281	77	69	.	7	118	10

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											
2019	17.598,1	4.367,1	3.582,4	.	1.403,9	7.558,3	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020	18.818,7	4.345,9	3.352,7	.	1.556,4	8.720,5	843,2	8.442,0	468,4	1.312,0	6.661,5
2021	19.966,2	4.513,6	3.661,8	.	1.641,2	9.259,3	890,3	10.325,5	597,3	1.544,0	8.184,2
2021 set.	19.860,9	4.527,2	3.541,2	.	1.621,8	9.255,8	914,9	9.909,7	597,2	1.617,7	7.694,8
ott.	19.906,4	4.524,0	3.607,7	.	1.631,2	9.239,4	904,0	10.305,7	613,8	1.701,5	7.990,3
nov.	20.061,7	4.560,7	3.663,6	.	1.653,8	9.277,7	905,7	10.021,7	566,5	1.619,1	7.836,0
dic.	19.966,2	4.513,6	3.661,8	.	1.641,2	9.259,3	890,3	10.325,5	597,3	1.544,0	8.184,2
2022 gen.	20.112,8	4.564,0	3.678,5	.	1.650,3	9.309,4	910,7	9.876,0	606,9	1.537,7	7.731,4
feb.	20.206,0	4.571,1	3.692,6	.	1.642,4	9.389,4	910,6	9.320,1	552,5	1.416,3	7.351,3
Tasso di crescita											
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	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2021 set.	4,1	1,0	4,6	.	3,8	5,0	8,6	2,2	2,0	6,7	1,4
ott.	4,4	1,4	5,7	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
nov.	5,1	2,2	7,2	.	4,9	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
dic.	5,1	2,2	6,9	.	5,1	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2022 gen.	4,9	2,2	7,6	.	5,0	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2
feb.	4,7	2,6	7,0	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,3	0,9

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
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,4	87,0	115,4	92,4
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,8	87,6	119,4	93,9
2021	99,6	93,4	94,5	88,6	72,4	85,4	120,8	94,2
2021 2° trim.	100,5	94,1	94,9	89,3	72,3	85,6	121,9	94,9
3° trim.	99,5	93,4	94,4	88,5	72,3	84,9	120,5	94,0
4° trim.	97,7	91,8	93,3	86,5	71,1	83,6	119,1	92,7
2022 1° trim.	96,4	91,2	94,5	.	.	.	118,7	92,2
2021 ott.	98,4	92,4	93,6	-	-	-	119,5	93,1
nov.	97,6	91,7	93,2	-	-	-	118,8	92,6
dic.	97,1	91,2	93,2	-	-	-	119,0	92,4
2022 gen.	96,6	91,2	94,1	-	-	-	118,6	92,3
feb.	96,9	91,6	94,9	-	-	-	118,9	92,7
mar.	95,9	90,8	94,6	-	-	-	118,5	91,7
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2022 mar.	-1,0	-0,9	-0,3	-	-	-	-0,3	-1,0
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2022 mar.	-4,4	-3,4	-0,1	-	-	-	-2,3	-3,2

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
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 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
4° trim.	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 1° trim.	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2021 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
dic.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 gen.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
mar.	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2022 mar.	-2,8	0,5	2,3	0,0	5,5	0,0	4,5	-0,2	0,0	0,1	-2,1	-2,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2022 mar.	-9,7	-0,1	-4,5	0,1	3,0	1,0	3,3	-2,6	1,2	3,7	-7,4	-7,4

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>												
2021 1° trim.	29.821,1	30.376,6	-555,5	11.449,4	9.502,1	11.520,0	13.674,5	-128,2	6.130,5	7.200,0	849,4	15.505,2
2° trim.	30.326,6	30.718,8	-392,2	11.492,5	9.503,9	12.026,4	14.021,1	-134,1	6.072,8	7.193,8	869,0	15.393,1
3° trim.	31.085,0	31.357,5	-272,5	11.728,7	9.470,0	12.229,3	14.334,7	-102,8	6.227,5	7.552,8	1.002,4	15.787,6
4° trim.	32.029,1	32.209,3	-180,2	11.881,1	9.729,9	12.851,5	14.659,5	-96,9	6.336,4	7.820,0	1.057,0	16.025,3
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 4° trim.	261,3	262,8	-1,5	96,9	79,4	104,9	119,6	-0,8	51,7	63,8	8,6	130,8
<i>Transazioni</i>												
2021 1° trim.	550,5	443,7	106,8	127,5	-3,6	269,8	182,3	3,2	153,0	265,0	-3,0	-
2° trim.	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
3° trim.	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
4° trim.	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2021 ago.	160,1	125,8	34,3	-11,6	-54,3	36,2	1,5	1,7	11,7	178,5	122,1	-
set.	42,5	38,4	4,1	24,6	3,3	50,3	33,5	4,2	-37,9	1,6	1,5	-
ott.	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
nov.	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
dic.	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022 gen.	221,2	203,7	17,6	44,9	40,9	16,9	-11,7	3,3	158,3	174,4	-2,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 gen.	1.211,3	907,9	303,3	135,4	-115,0	679,2	252,1	61,8	206,0	770,9	129,0	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 gen.	9,9	7,4	2,5	1,1	-0,9	5,5	2,1	0,5	1,7	6,3	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	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2019	11.984,2	11.578,1	6.378,5	2.456,5	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	89,0	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.405,6	10.982,1	5.905,3	2.572,4	2.497,0	1.216,4	682,6	591,1	7,3	423,5	5.177,3	4.753,8
2021	12.255,5	11.756,0	6.248,8	2.709,6	2.694,1	1.362,9	759,2	564,5	103,5	499,5	6.063,9	5.564,3
2021 1° trim.	2.945,9	2.808,9	1.471,5	661,7	648,2	325,2	186,6	134,6	27,6	137,0	1.407,0	1.269,9
2° trim.	3.018,4	2.888,8	1.533,6	675,0	664,4	337,8	189,3	135,5	15,8	129,7	1.476,6	1.347,0
3° trim.	3.122,9	2.990,2	1.614,4	682,8	671,4	344,5	187,7	137,2	21,7	132,6	1.542,4	1.409,7
4° trim.	3.157,9	3.058,8	1.626,7	690,6	703,8	351,8	193,4	156,7	37,7	99,1	1.632,1	1.533,0
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	95,9	51,0	22,1	22,0	11,1	6,2	4,6	0,8	4,1	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2021 1° trim.	-0,1	-0,2	-2,3	-0,5	0,1	0,6	2,3	-3,7	-	-	1,3	1,2
2° trim.	2,2	2,3	3,9	2,3	1,3	1,8	0,5	1,0	-	-	2,8	3,1
3° trim.	2,3	2,1	4,5	0,3	-0,9	-0,9	-1,8	0,1	-	-	1,7	1,4
4° trim.	0,3	0,9	-0,6	0,5	3,5	0,6	2,1	12,5	-	-	2,9	4,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,8	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,4	-6,2	-7,9	1,1	-7,0	-4,6	-11,9	-5,8	-	-	-9,1	-9,0
2021	5,3	4,2	3,5	3,8	4,3	6,4	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,7
2021 1° trim.	-0,9	-3,6	-5,6	2,6	-5,9	2,7	7,3	-31,4	-	-	0,1	-5,6
2° trim.	14,6	12,2	12,3	7,9	18,6	19,5	30,5	3,6	-	-	26,7	21,8
3° trim.	4,0	3,7	2,9	2,6	3,0	3,0	2,4	3,7	-	-	10,6	10,6
4° trim.	4,6	5,2	5,4	2,5	4,0	2,1	3,0	9,6	-	-	9,0	10,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2021 1° trim.	-0,1	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	1,0	0,1	-	-
2° trim.	2,2	2,2	1,9	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	-0,5	0,0	-	-
3° trim.	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,8	-0,3	0,1	0,7	0,1	0,1	0,6	0,3	-0,6	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,4	-6,0	-4,2	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,3	4,2	1,9	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,4	-	-
2021 1° trim.	-0,9	-3,5	-2,9	0,6	-1,4	0,3	0,4	-2,1	0,2	2,6	-	-
2° trim.	14,6	11,9	6,4	1,9	3,9	2,0	1,7	0,2	-0,3	2,7	-	-
3° trim.	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,8	0,5	-	-
4° trim.	4,6	4,9	2,8	0,6	0,9	0,2	0,2	0,5	0,7	-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)												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,5	369,4	1.241,7
2020	10.275,9	177,1	1.971,7	552,6	1.801,0	545,3	471,1	1.211,7	1.168,1	2.054,6	322,8	1.129,7
2021	10.991,5	186,1	2.168,5	603,3	1.994,8	584,8	476,2	1.246,6	1.257,8	2.142,3	331,1	1.264,0
2021 1° trim.	2.652,3	44,6	531,6	146,2	456,7	141,4	119,3	307,5	303,7	523,9	77,5	293,6
2° trim.	2.705,9	45,8	535,3	150,3	480,8	144,7	118,9	309,5	308,9	530,8	80,8	312,5
3° trim.	2.794,1	47,1	545,7	150,3	521,9	146,5	119,0	312,3	320,2	543,0	88,0	328,8
4° trim.	2.825,6	48,7	557,9	154,8	533,4	151,0	118,6	313,2	325,4	539,2	83,2	332,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,7	5,5	18,1	5,3	4,3	11,3	11,4	19,5	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre corrispondente</i>												
2021 1° trim.	0,1	-3,6	1,0	-1,2	-0,9	2,1	1,0	0,0	0,6	0,1	-0,5	-2,3
2° trim.	1,9	0,8	0,5	1,8	4,4	1,7	0,5	0,8	1,8	1,8	5,7	5,0
3° trim.	2,5	-0,7	0,4	-0,8	7,3	1,5	-0,4	0,7	3,1	1,6	11,1	0,4
4° trim.	0,1	1,4	0,0	1,1	0,2	2,8	0,2	0,1	1,1	-1,1	-3,3	1,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,4	-0,1	-6,8	-5,3	-13,7	1,2	-0,8	-0,8	-7,9	-3,0	-17,1	-6,4
2021	5,3	-1,7	7,8	5,0	7,5	6,6	2,0	1,7	6,7	3,6	2,6	6,1
2021 1° trim.	-1,2	-1,3	3,6	0,6	-7,9	3,5	1,5	0,3	-2,3	0,7	-16,4	1,2
2° trim.	14,4	-0,7	22,0	18,5	23,1	10,9	4,7	3,7	16,4	9,8	15,1	16,1
3° trim.	4,1	-2,6	5,7	1,7	7,1	4,1	0,8	1,2	7,2	1,9	3,2	3,3
4° trim.	4,6	-2,2	1,9	0,9	11,3	8,3	1,2	1,6	6,8	2,4	12,9	4,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre corrispondente; punti percentuali</i>												
2021 1° trim.	0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
3° trim.	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,3	0,3	-
4° trim.	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,4	0,0	-1,3	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,3	0,0	1,6	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,8	0,8	0,1	-
2021 1° trim.	-1,2	0,0	0,7	0,0	-1,5	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,6	-
2° trim.	14,4	0,0	4,1	1,0	3,8	0,6	0,2	0,5	1,8	2,0	0,4	-
3° trim.	4,1	0,0	1,1	0,1	1,3	0,2	0,0	0,1	0,8	0,4	0,1	-
4° trim.	4,6	0,0	0,4	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,8	0,5	0,4	-

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>													
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
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,9	-3,0
2021	1,1	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,5	0,2	0,6	2,5	2,1	-0,2
2021 1° trim.	-1,7	-1,7	-1,5	-0,5	-2,3	1,5	-5,4	2,2	-0,7	0,9	-1,7	1,4	-4,0
2° trim.	2,0	2,4	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,8	4,3	0,4	1,5	4,3	2,7	2,0
3° trim.	2,1	2,3	0,5	0,1	0,4	2,8	1,9	5,4	0,7	0,2	4,3	2,2	1,0
4° trim.	2,2	2,5	-0,1	-0,8	0,9	2,9	2,8	6,2	0,3	-0,1	3,4	2,0	0,6
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	14,9	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,8	7,2	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,4	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	-2,5	-7,6	-6,3	-13,8	-1,8	-2,7	-6,8	-8,2	-2,0	-13,1
2021	5,3	5,0	6,5	1,7	4,5	8,8	6,1	6,7	2,2	6,3	6,8	3,8	5,1
2021 1° trim.	-2,6	-2,8	-1,3	1,6	-1,3	5,3	-10,7	2,2	0,8	2,7	-1,9	2,4	-7,8
2° trim.	16,7	15,2	23,9	7,0	15,1	25,7	24,6	11,1	5,7	19,0	18,6	8,8	25,2
3° trim.	3,2	3,5	1,8	-0,8	2,5	2,6	4,4	7,1	1,3	3,4	6,5	1,8	0,7
4° trim.	4,9	4,9	4,5	-0,7	2,5	4,0	10,2	6,2	0,8	1,6	5,3	1,9	6,7
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
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	-6,4	-5,6	-9,7	-0,2	-5,8	-7,0	-10,5	-3,2	-2,2	-6,5	-5,9	-2,8	-10,4
2021	4,1	3,6	6,9	1,4	4,9	5,6	6,1	2,1	2,0	5,6	4,2	1,7	5,3
2021 1° trim.	-0,9	-1,1	0,2	2,1	1,1	3,8	-5,6	-0,1	1,5	1,8	-0,2	1,0	-3,9
2° trim.	14,4	12,5	24,2	4,4	15,6	19,9	23,6	6,5	5,3	17,3	13,7	5,9	22,8
3° trim.	1,1	1,2	1,4	-0,9	2,1	-0,2	2,4	1,6	0,6	3,2	2,1	-0,4	-0,3
4° trim.	2,6	2,3	4,6	0,1	1,6	1,1	7,2	0,0	0,4	1,7	1,9	-0,1	6,0

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			80,1		19,9		51,3		48,7		
2019	163,508	3,5	12,430	7,6	3,3	10,062	6,8	2,368	16,3	6,349	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,946	3,5	12,826	8,0	3,0	10,275	7,0	2,551	18,1	6,576	7,7	6,250	8,3	1,8
2021	.	.	12,616	7,7	.	10,164	6,8	2,452	16,8	6,414	7,4	6,201	8,1	2,4
2021 1° trim.	161,684	3,7	13,409	8,3	3,2	10,816	7,3	2,593	18,4	6,811	7,9	6,598	8,8	2,1
2° trim.	163,059	3,5	12,968	8,0	3,3	10,382	7,0	2,586	17,8	6,573	7,6	6,395	8,4	2,3
3° trim.	164,027	3,3	12,386	7,6	3,1	9,960	6,7	2,426	16,3	6,292	7,2	6,095	8,0	2,6
4° trim.	.	.	11,700	7,1	3,0	9,497	6,3	2,203	14,9	5,982	6,8	5,718	7,4	2,8
2021 set.	-	-	12,034	7,3	-	9,736	6,5	2,297	15,5	6,142	7,0	5,892	7,7	-
ott.	-	-	11,886	7,2	-	9,648	6,5	2,238	15,1	6,064	6,9	5,822	7,6	-
nov.	-	-	11,685	7,1	-	9,475	6,3	2,211	14,9	5,970	6,8	5,715	7,4	-
dic.	-	-	11,530	7,0	-	9,368	6,3	2,162	14,5	5,912	6,7	5,618	7,3	-
2022 gen.	-	-	11,336	6,9	-	9,209	6,2	2,127	14,3	5,783	6,6	5,552	7,2	-
feb.	-	-	11,155	6,8	-	9,053	6,0	2,101	14,0	5,620	6,4	5,535	7,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 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.
- Non destagionalizzati.
- 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													
2019	-1,1	-1,0	-2,5	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-7,9	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,8	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,9	8,6	9,5	8,8	7,8	1,6	5,9	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 1° trim.	4,7	5,2	4,8	8,7	1,3	-0,1	3,2	2,4	2,5	3,2	-5,2	-0,4	3,7
2° trim.	23,2	25,3	25,7	31,6	18,5	5,6	18,6	11,8	1,9	18,7	29,8	26,1	53,4
3° trim.	6,0	6,8	7,7	5,2	8,8	-0,9	1,6	2,4	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
4° trim.	0,2	0,1	2,1	-4,0	3,9	2,2	1,6	4,0	-0,6	6,2	14,0	16,9	-25,0
2021 set.	4,1	4,5	5,0	3,1	6,8	-0,1	3,1	2,7	0,6	4,0	5,0	-	-24,0
ott.	0,2	0,4	2,3	-2,1	1,4	-0,8	3,3	1,6	-1,3	3,0	9,1	-	-28,4
nov.	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	1,3	8,4	0,8	12,7	19,8	-	-21,6
dic.	2,0	2,0	1,9	0,4	4,9	2,6	0,2	2,3	-1,1	3,7	13,9	-	-24,9
2022 gen.	-1,3	-1,7	0,6	-8,4	6,3	1,4	4,1	8,4	-1,7	16,1	13,1	-	-10,0
feb.	.	.	.	.	.	.	.	5,0	-2,0	9,3	12,0	-	-7,1
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2021 set.	-0,7	-0,9	-0,1	-1,4	-0,1	1,4	1,4	0,0	0,8	-1,4	1,1	-	1,7
ott.	-1,3	-1,2	-0,2	0,8	-4,2	0,5	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5	-	-1,9
nov.	2,5	2,6	1,0	2,2	2,4	1,7	0,1	1,2	0,2	2,1	-1,6	-	0,5
dic.	1,3	1,4	0,8	5,3	-1,0	-0,1	-1,5	-2,1	0,7	-4,4	0,3	-	2,4
2022 gen.	0,0	-0,2	-0,3	-2,4	2,4	-0,3	3,9	0,2	-0,2	1,1	-1,8	-	-5,4
feb.	.	.	.	.	.	.	.	0,3	-0,5	0,8	3,2	-	5,2

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE 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	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,3	-5,1	81,9	-6,9	6,7	-0,5	10,8	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,0	-14,3	73,9	-14,3	-7,4	-12,9	-16,5	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,1	9,5	81,7	-7,6	3,4	-2,5	7,1	87,6	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 2° trim.	113,2	11,8	82,6	-5,5	4,4	0,7	10,5	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
3° trim.	116,8	14,2	82,4	-4,6	5,7	3,5	16,9	88,5	60,9	58,6	58,4	58,4
4° trim.	115,7	14,4	82,0	-6,7	9,2	2,2	15,7	88,6	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 1° trim.	111,7	12,8	.	-12,0	9,3	3,1	12,2	.	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 ott.	117,2	14,4	82,0	-4,9	8,7	1,9	18,0	89,0	58,3	53,3	54,6	54,2
nov.	116,2	14,3	-	-6,8	9,0	3,7	18,2	-	58,4	53,8	55,9	55,4
dic.	113,8	14,6	-	-8,4	10,1	1,1	10,9	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 gen.	112,7	13,9	81,9	-8,5	8,1	3,7	9,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
feb.	113,9	14,1	-	-8,8	9,9	5,5	12,9	-	58,2	55,5	55,5	55,5
mar.	108,5	10,4	-	-18,7	9,8	0,2	14,4	-	56,5	53,1	55,6	54,9

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	35,4	5,6	75,0	2,0	7,7	1,6
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,1	-3,5	4,3	3,6	31,2	4,5	81,8	3,0	-14,4	1,9
2021 1° trim.	20,6	96,6	0,1	4,5	11,0	6,8	3,9	32,2	5,6	83,1	3,9	-10,2	2,1
2° trim.	19,1	96,7	3,7	4,0	31,6	6,4	5,0	34,4	7,6	80,6	4,7	19,7	2,5
3° trim.	18,6	96,8	0,9	3,9	17,9	7,3	6,7	34,6	8,1	79,8	5,0	14,4	2,7
4° trim.	17,3	96,8	-0,4	3,3	19,1	7,0	7,0	35,0	8,2	79,6	5,7	16,5	3,4

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	
2021 1° trim.	1.058,3	956,7	101,6	600,1	498,7	230,3	206,2	191,3	175,4	36,6	76,4	16,3	13,4
2° trim.	1.092,0	1.004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
3° trim.	1.115,9	1.042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
4° trim.	1.174,0	1.151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2021 ago.	370,1	353,1	16,9	208,0	185,4	83,9	84,3	64,5	57,7	13,6	25,7	8,3	3,4
set.	372,6	349,4	23,3	208,3	187,2	86,9	78,3	64,6	57,4	12,8	26,5	11,0	4,7
ott.	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
nov.	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
dic.	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
2022 gen.	393,4	370,9	22,6	227,4	213,6	94,9	78,9	59,8	54,1	11,3	24,2	7,7	5,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 gen.	4.481,5	4.214,1	267,4	2.522,8	2.262,1	1.017,7	915,8	790,4	728,7	150,6	307,5	130,2	87,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 gen.	36,6	34,4	2,2	20,6	18,5	8,3	7,5	6,5	6,0	1,2	2,5	1,1	0,7

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	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2021 1° trim.	0,7	0,4	580,6	281,1	114,7	173,7	486,3	511,2	283,5	91,3	129,5	382,8	47,0
2° trim.	34,4	34,0	596,2	291,7	117,0	177,4	493,4	558,6	324,1	92,6	136,1	405,2	53,5
3° trim.	13,6	22,7	608,0	305,3	118,7	171,8	501,8	581,0	345,4	94,0	135,5	415,6	58,8
4° trim.	12,0	31,1	634,7	321,2	114,9	185,6	523,5	645,3	391,9	96,4	148,0	449,4	71,1
2021 ago.	19,5	29,1	203,2	103,3	39,3	56,7	167,1	194,6	115,6	31,8	45,3	140,5	19,6
set.	10,2	21,7	202,7	102,6	38,6	57,3	167,4	197,2	117,1	31,5	46,3	140,2	19,5
ott.	7,4	24,6	207,5	104,4	37,7	60,8	171,0	206,7	125,1	30,8	47,6	143,5	22,9
nov.	14,6	32,1	214,1	107,6	38,7	62,9	175,8	215,9	131,6	31,6	50,0	150,4	25,1
dic.	14,1	36,9	213,1	109,3	38,5	62,0	176,6	222,8	135,3	34,0	50,5	155,6	23,1
2022 gen.	18,9	44,3	220,3	.	.	.	182,0	228,0	.	.	.	156,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2021 1° trim.	0,8	0,3	104,0	108,7	100,2	101,2	103,6	104,5	103,0	112,0	105,4	107,9	86,8
2° trim.	29,1	20,5	104,5	109,5	101,1	101,5	103,3	109,6	110,8	113,9	108,4	111,8	86,1
3° trim.	4,4	5,5	103,6	110,2	100,7	96,7	102,1	108,2	109,6	112,4	105,4	110,7	85,6
4° trim.	0,8	8,8	105,1	112,2	95,5	101,6	104,0	114,4	118,2	108,6	110,6	114,8	93,8
2021 lug.	4,9	3,2	104,2	109,4	104,4	97,7	103,1	107,0	108,8	110,0	104,2	108,8	86,1
ago.	9,0	11,0	103,4	111,3	99,9	95,4	101,6	108,9	110,2	115,2	105,7	112,4	86,6
set.	0,2	3,0	103,1	109,8	97,7	96,9	101,6	108,7	109,8	112,1	106,3	110,9	84,1
ott.	-3,0	2,6	104,3	110,3	94,8	101,6	103,1	110,7	113,3	105,9	108,0	111,5	91,1
nov.	3,0	9,2	106,7	113,2	97,7	102,8	105,2	114,7	119,1	107,3	111,4	115,0	96,8
dic.	2,6	14,9	104,4	113,1	94,1	100,5	103,8	117,9	122,3	112,7	112,3	118,0	93,6

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	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,6	0,3	1,4	-0,1	3,7	0,3	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	0,8	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,1	0,0	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 1° trim.	112,3	6,2	2,7	.	2,5	2,7	1,6	2,9	1,5	14,6	0,7	.	.	
2021 ott.	109,4	4,1	2,0	5,5	2,1	0,7	0,3	-0,2	0,0	5,6	0,3	4,0	4,6	
nov.	109,9	4,9	2,6	6,3	2,7	0,7	0,3	0,8	0,3	2,9	0,5	4,8	5,2	
dic.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	0,9	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 gen.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	0,9	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
feb.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	0,9	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3	
mar. ³⁾	114,5	7,5	3,0	.	2,7	1,8	0,5	1,5	0,1	12,5	0,2	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (includere le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 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
4° trim.	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2022 1° trim.	4,2	3,6	6,4	.	2,9	35,3	.	.	.	.	.	.
2021 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.	2,2	2,3	1,9	8,8	2,4	27,5	1,6	1,1	4,4	1,0	3,8	1,7
dic.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8
2022 gen.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
feb.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6
mar. ³⁾	5,0	4,1	7,8	.	3,4	44,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf>), 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)

in perc. del totale nel 2015	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	
100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9				
2019	104,7	0,6	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,9	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,6	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,2	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	.	8,0	.
2021 1° trim.	105,9	2,1	1,3	1,4	2,7	1,0	0,0	-0,7	0,7	3,9	2,7	6,2	-1,6
2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,3	23,8	4,7	7,3	-3,1
3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,2	3,0	2,8	2,9	2,1	34,4	7,7	9,1	-0,5
4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,6	17,9	4,4	4,0	3,9	3,0	67,5	.	9,5	.
2021 set.	118,1	16,2	10,3	8,1	15,3	3,6	3,0	3,1	2,3	40,8	.	.	.
ott.	124,5	22,0	11,8	8,9	16,9	4,0	3,4	3,2	2,8	62,3	.	.	.
nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,5	3,9	3,9	3,1	66,1	.	.	.
dic.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,6	4,6	4,7	3,2	73,9	.	.	.
2022 gen.	137,3	30,7	13,9	11,8	20,5	5,7	6,3	6,3	5,0	85,4	.	.	.
feb.	138,8	31,4	14,4	12,2	20,8	5,9	6,8	.	5,4	87,2	.	.	.

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

4.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; salvo diversa indicazione)

in perc. del totale	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni 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	
100,0									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
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	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,5	3,6	1,2	-1,3	-2,6	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,2	2,0	2,7	2,2	1,4	3,4	5,5	7,6	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 2° trim.	108,4	0,6	1,5	1,5	-1,3	2,7	4,5	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
3° trim.	109,7	2,8	3,6	2,6	2,7	4,7	7,1	9,7	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
4° trim.	110,6	3,0	4,2	3,7	2,0	5,3	9,8	13,0	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	88,7	32,2	35,0	29,7	35,6	38,7	32,5
2021 ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	72,1	33,3	26,6	39,7	34,0	26,3	42,7
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	70,8	29,8	31,0	28,7	33,4	35,7	30,8
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,7	31,7
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
mar.	.	.	.	.	.	.	.	.	104,6	37,6	43,5	32,6	40,9	46,7	35,0

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

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

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

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
2019	4,3	7,3	9,1	7,5	18,2	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-1,1	1,6	-0,8	-5,7	10,9	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,1	22,8	9,4	18,6	28,7	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 2° trim.	30,2	18,1	8,5	16,2	20,4	85,9	60,1	68,2	53,1
3° trim.	37,0	27,8	12,3	26,3	35,0	87,7	63,8	70,3	55,1
4° trim.	46,5	40,6	18,5	35,5	51,3	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	51,8	48,8	23,3	40,2	61,6	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 ott.	42,3	36,7	16,5	32,9	46,3	89,5	67,5	72,6	55,8
nov.	49,3	44,1	19,7	37,8	52,5	88,9	71,4	73,7	57,8
dic.	48,0	40,9	19,3	35,7	55,2	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 gen.	47,4	42,6	21,0	37,1	57,9	83,5	70,9	72,7	57,9
feb.	49,8	47,9	22,4	38,0	62,7	82,0	72,2	71,7	58,8
mar.	58,1	56,0	26,5	45,5	64,3	87,0	79,6	74,2	62,6

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	
2019	106,9	2,4	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 1° trim.	104,6	1,3	2,1	-1,3	1,1	1,6	1,4
2° trim.	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
3° trim.	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
4° trim.	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6

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												
2019	105,3	1,8	-0,9	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-1,6	3,0	4,5	6,4	0,8	0,2	1,6	5,5	6,5	13,5
2021	109,9	-0,1	5,0	-3,5	2,8	-1,3	2,2	0,9	4,3	0,3	0,3	1,6
2021 1° trim.	110,1	1,3	3,1	-3,9	5,6	2,3	0,9	1,1	3,7	2,9	2,8	14,6
2° trim.	109,0	-4,4	6,5	-11,0	-1,8	-7,0	1,2	-2,3	8,2	-2,7	-4,5	-2,4
3° trim.	109,9	1,4	6,0	-1,3	2,9	-0,2	4,8	2,9	3,0	0,5	2,4	0,4
4° trim.	110,8	1,0	4,6	2,1	4,4	-0,8	1,5	1,9	2,8	0,4	0,7	-5,9
Redditi per occupato												
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	-0,7	0,5	-2,2	-1,8	-4,7	0,5	0,0	1,0	-0,4	2,4	-3,0
2021	111,0	4,0	3,0	4,4	4,8	6,2	4,2	2,8	5,5	4,4	1,8	4,4
2021 1° trim.	109,4	2,1	2,3	2,0	4,7	-0,5	2,2	3,4	3,1	2,4	2,0	-0,2
2° trim.	109,7	7,4	3,1	9,1	11,1	13,6	7,7	1,9	10,6	8,6	2,1	10,2
3° trim.	112,1	3,3	3,2	3,9	1,8	4,9	3,6	3,0	4,1	3,4	2,1	2,6
4° trim.	112,8	3,5	3,1	3,1	2,4	7,4	3,5	2,9	4,5	3,6	1,1	5,5
Produttività del lavoro per occupato												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,5	0,9	2,4	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	2,2	-5,0	-6,0	-10,4	-0,3	-0,2	-0,5	-5,6	-3,8	-14,5
2021	101,0	4,2	-2,0	8,2	2,0	7,5	2,0	1,9	1,1	4,1	1,5	2,7
2021 1° trim.	99,3	0,8	-0,8	6,1	-0,9	-2,7	1,3	2,2	-0,6	-0,5	-0,8	-12,9
2° trim.	100,7	12,3	-3,1	22,6	13,1	22,1	6,4	4,3	2,2	11,6	6,9	12,9
3° trim.	102,0	1,9	-2,7	5,3	-1,1	5,1	-1,2	0,1	1,1	2,9	-0,3	2,2
4° trim.	101,8	2,4	-1,4	1,0	-1,9	8,3	2,0	0,9	1,7	3,3	0,4	12,2
Redditi per ora lavorata												
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	3,3	3,9	5,8	2,9	1,5	5,8	4,7	4,8	6,2
2021	113,4	0,4	0,7	-0,1	-0,2	0,6	2,3	1,0	1,3	0,8	0,5	0,2
2021 1° trim.	114,2	3,3	0,8	0,8	1,3	6,3	2,3	1,8	3,3	2,9	1,3	3,3
2° trim.	112,5	-4,5	-2,5	-4,5	-5,9	-6,2	1,8	-2,6	-0,3	-2,9	-2,8	-5,9
3° trim.	113,8	2,1	3,2	1,9	2,1	2,1	1,7	2,7	0,8	1,4	2,7	2,5
4° trim.	114,9	1,1	1,5	1,7	2,0	0,2	3,8	2,8	1,9	2,0	1,4	0,8
Produttività per ora lavorata												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,5
2020	104,1	1,5	2,4	0,8	1,1	0,1	3,0	2,0	6,4	0,3	-1,0	-4,6
2021	104,1	0,0	-3,4	3,1	-3,4	1,3	-0,1	-0,2	-4,3	-0,1	-0,2	-2,4
2021 1° trim.	104,7	1,7	-2,9	5,0	-4,5	3,1	1,4	0,7	-2,3	-0,4	-1,7	-9,3
2° trim.	104,2	-1,8	-7,2	6,0	-5,7	-1,2	-0,1	-0,9	-12,8	-1,9	0,9	-8,1
3° trim.	104,4	0,8	-1,7	3,1	-0,8	2,6	-2,8	-0,5	-2,1	0,7	0,1	2,5
4° trim.	104,6	-0,2	-1,5	-0,6	-3,0	1,0	2,0	0,5	0,0	1,4	0,5	5,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

5 Moneta e credito

5.1 Aggregati monetari 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)

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2		10	11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5	8	9						
Consistenze												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,3	14.469,2
2021	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,7
2021 1° trim.	1.392,9	9.137,6	10.530,4	991,4	2.477,0	3.468,4	13.998,9	109,3	617,9	15,8	743,1	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	753,2	14.949,2
3° trim.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1
4° trim.	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,7
2021 set.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1
ott.	1.451,8	9.664,4	11.116,2	927,0	2.495,7	3.422,7	14.539,0	133,7	618,9	32,5	785,1	15.324,0
nov.	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15.390,8
dic.	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,1	788,2	15.484,7
2022 gen.	1.481,9	9.823,0	11.304,9	947,2	2.512,8	3.460,0	14.764,9	129,8	614,2	27,7	771,7	15.536,6
feb. ^(a)	1.493,8	9.903,2	11.397,0	934,8	2.519,3	3.454,1	14.851,1	131,6	587,3	34,7	753,6	15.604,7
Transazioni												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,8	0,1	133,4	1.579,8
2021	105,2	903,2	1.008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,0	44,7	1.001,8
2021 1° trim.	32,1	238,9	271,0	-47,1	28,5	-18,6	252,3	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.	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,9	10,0	2,8	261,4
4° trim.	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,4	267,8
2021 set.	8,6	95,8	104,4	-12,1	6,2	-5,9	98,5	4,9	-17,0	0,9	-11,2	87,3
ott.	8,2	47,6	55,8	24,0	2,3	26,3	82,1	13,2	18,0	-5,7	25,4	107,6
nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
dic.	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,9	-16,5	93,7
2022 gen.	17,2	22,2	39,4	20,2	5,0	25,2	64,6	11,8	-44,2	14,6	-17,8	46,8
feb. ^(a)	12,0	77,2	89,2	-11,9	6,5	-5,4	83,8	2,0	-26,9	7,0	-17,8	65,9
Variazioni percentuali												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
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.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
4° trim.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 set.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
ott.	8,5	11,1	10,7	-12,3	2,9	-1,7	7,5	28,9	3,9	145,3	10,2	7,7
nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,2	11,4	7,3
dic.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 gen.	7,7	9,3	9,1	-7,1	2,5	-0,2	6,8	14,0	-3,2	60,4	0,5	6,4
feb. ^(a)	7,8	9,2	9,0	-6,7	2,3	-0,3	6,7	17,5	-4,7	23,4	-0,5	6,3

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				11	12	13
Consistenze													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 1° trim.	3.048,2	2.600,4	300,1	140,2	7,5	7.825,8	5.113,4	422,1	2.289,3	0,9	1.133,2	217,0	491,1
2° trim.	3.087,3	2.651,4	290,7	136,7	8,5	7.918,9	5.207,3	407,1	2.303,8	0,7	1.164,8	222,5	494,6
3° trim.	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
4° trim.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 set.	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
ott.	3.183,2	2.753,4	292,7	128,9	8,2	8.045,2	5.337,4	383,5	2.323,3	1,0	1.244,7	239,2	508,5
nov.	3.207,3	2.778,9	291,5	129,4	7,5	8.063,4	5.359,0	377,8	2.325,6	1,0	1.233,1	231,9	517,0
dic.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 gen.	3.237,8	2.806,1	294,3	127,1	10,3	8.133,4	5.424,6	364,8	2.343,3	0,8	1.265,7	238,7	537,2
feb. ^(a)	3.256,7	2.834,1	284,4	126,6	11,6	8.170,2	5.457,4	362,1	2.349,7	1,0	1.280,8	235,0	546,1
Transazioni													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 1° trim.	67,1	72,8	-10,0	0,1	4,2	160,6	145,9	-15,7	30,4	0,0	27,6	-18,2	-10,0
2° trim.	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
3° trim.	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
4° trim.	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2021 set.	26,2	24,8	0,5	0,1	0,8	33,5	33,1	-5,9	6,4	-0,1	22,9	-2,6	14,7
ott.	28,1	22,7	8,8	-2,0	-1,4	19,6	18,3	-5,3	6,2	0,4	34,6	11,9	-7,1
nov.	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
dic.	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 gen.	-5,9	-13,1	3,0	0,5	3,7	43,9	43,6	-6,4	6,8	0,0	26,8	8,8	-14,5
feb. ^(a)	20,1	28,9	-9,6	-0,5	1,4	36,7	32,6	-2,6	6,5	0,2	11,7	-3,6	8,9
Variazioni percentuali													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 1° trim.	17,9	19,6	15,2	-2,7	9,2	9,1	12,6	-10,4	5,9	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	15,1	-6,8	9,1
4° trim.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 set.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
ott.	7,4	10,5	-10,1	-6,8	44,7	6,5	9,6	-13,7	3,9	6,7	18,3	-0,4	6,0
nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
dic.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 gen.	7,7	9,5	-3,7	-4,1	55,9	5,3	8,0	-15,1	3,2	-13,8	14,9	2,6	6,9
feb. ^(a)	7,7	9,6	-4,2	-4,9	96,1	5,1	7,7	-14,8	3,0	1,6	14,7	2,1	10,1

Fonte: BCE.

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

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

3) 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								Titoli di debito	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													
2019	4.654,6	989,2	3.653,6	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9	
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3	
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,1	12.341,7	12.726,6	4.866,8	6.369,7	944,1	161,2	1.584,3	889,0	
2021 1° trim.	6.069,4	994,5	5.073,2	14.457,5	12.058,9	12.411,5	4.763,9	6.189,6	953,8	151,6	1.518,5	880,2	
2° trim.	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.733,9	6.252,4	942,1	149,1	1.523,2	887,2	
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.772,8	6.313,2	951,8	144,7	1.532,4	896,6	
4° trim.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,1	12.341,7	12.726,6	4.866,8	6.369,7	944,1	161,2	1.584,3	889,0	
2021 set.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,5	12.182,5	12.536,2	4.772,8	6.313,2	951,8	144,7	1.532,4	896,6	
ott.	6.391,9	987,4	5.402,9	14.682,9	12.231,6	12.592,5	4.793,1	6.336,7	947,2	154,6	1.555,8	895,5	
nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.739,4	12.310,2	12.659,5	4.818,8	6.362,1	968,7	160,6	1.541,7	887,4	
dic.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.815,1	12.341,7	12.726,6	4.866,8	6.369,7	944,1	161,2	1.584,3	889,0	
2022 gen.	6.545,6	992,5	5.551,4	14.900,5	12.446,5	12.602,6	4.870,8	6.415,1	987,9	172,7	1.568,3	885,7	
feb. ^(p)	6.558,7	996,6	5.559,4	14.938,3	12.498,2	12.652,4	4.881,5	6.436,0	1.010,5	170,2	1.562,1	878,0	
Transazioni													
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	1.041,9	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,1	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2	
2021	667,2	-0,5	677,3	570,4	480,6	513,8	176,4	262,0	51,9	-9,7	80,4	9,4	
2021 1° trim.	150,1	-3,8	164,3	150,6	139,6	111,2	55,9	60,7	39,3	-16,4	2,7	8,3	
2° trim.	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,1	74,9	-10,9	-2,4	4,8	5,0	
3° trim.	152,2	-4,7	156,9	136,9	122,5	125,4	40,1	65,9	23,5	-7,0	9,6	4,8	
4° trim.	201,1	-1,1	202,0	229,6	175,1	225,5	98,4	60,5	0,0	16,1	63,2	-8,7	
2021 set.	38,0	-4,8	42,9	54,8	44,2	49,0	15,2	20,7	12,2	-3,9	8,6	2,0	
ott.	31,9	-12,0	43,9	79,7	48,0	60,5	19,4	23,1	-4,4	9,9	35,2	-3,6	
nov.	65,0	1,0	64,0	52,3	72,9	65,7	25,6	23,2	18,6	5,6	-13,9	-6,7	
dic.	104,1	9,9	94,1	97,6	54,1	99,3	53,5	14,3	-14,2	0,6	41,9	1,6	
2022 gen.	11,0	-5,2	16,2	60,1	75,3	63,3	2,4	25,8	35,7	11,3	-13,9	-1,3	
feb. ^(p)	50,8	4,2	46,6	50,9	55,0	60,7	11,7	22,1	23,6	-2,5	-0,5	-3,6	
Variazioni percentuali													
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5	
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4	
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1	
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	7,5	
3° trim.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3	
4° trim.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1	
2021 set.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3	
ott.	10,5	-1,2	13,2	3,7	3,4	3,5	1,9	4,3	6,3	-5,6	4,6	7,7	
nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,2	6,2	
dic.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1	
2022 gen.	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,7	4,4	7,4	11,8	4,6	1,0	
feb. ^(p)	10,7	0,0	12,8	4,3	4,6	4,8	3,8	4,4	9,3	11,4	4,4	-0,1	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 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										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.866,8	4.997,7	889,0	1.007,1	2.970,6	6.369,7	6.632,9	698,2	4.970,9	700,6
2021 1° trim.	4.763,9	4.885,8	893,4	1.016,0	2.854,4	6.189,6	6.452,7	696,7	4.787,4	705,5
2° trim.	4.733,9	4.855,0	832,0	969,9	2.932,0	6.252,4	6.511,4	694,1	4.852,6	705,7
3° trim.	4.772,8	4.887,8	834,7	971,7	2.966,4	6.313,2	6.571,5	696,6	4.914,4	702,1
4° trim.	4.866,8	4.997,7	889,0	1.007,1	2.970,6	6.369,7	6.632,9	698,2	4.970,9	700,6
2021 set.	4.772,8	4.887,8	834,7	971,7	2.966,4	6.313,2	6.571,5	696,6	4.914,4	702,1
ott.	4.793,1	4.911,1	858,8	971,2	2.963,1	6.336,7	6.592,5	699,0	4.935,1	702,6
nov.	4.818,8	4.930,9	869,5	979,8	2.969,5	6.362,1	6.617,7	702,5	4.956,9	702,8
dic.	4.866,8	4.997,7	889,0	1.007,1	2.970,6	6.369,7	6.632,9	698,2	4.970,9	700,6
2022 gen.	4.870,8	4.848,9	888,5	1.000,9	2.981,4	6.415,1	6.616,3	697,4	5.011,2	706,5
feb. ⁴⁾	4.881,5	4.855,7	896,7	998,9	2.985,9	6.436,0	6.639,4	700,8	5.027,8	707,4
Transazioni										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,1	325,2	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,4	208,3	-1,4	2,9	174,9	262,0	266,9	10,7	255,0	-3,7
2021 1° trim.	55,9	58,1	-3,8	6,6	53,1	60,7	58,0	-2,2	63,2	-0,4
2° trim.	-18,1	-21,8	-57,5	-42,8	82,3	74,9	70,3	2,3	72,1	0,5
3° trim.	40,1	44,5	4,1	1,9	34,1	65,9	67,5	4,1	64,0	-2,2
4° trim.	98,4	127,5	55,8	37,2	5,4	60,5	71,1	6,5	55,7	-1,6
2021 set.	15,2	19,8	7,0	2,4	5,8	20,7	21,3	2,1	19,7	-1,2
ott.	19,4	26,0	23,8	-0,9	-3,6	23,1	22,9	2,8	20,3	0,0
nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,2	24,2	4,7	18,8	-0,3
dic.	53,5	78,8	21,4	28,5	3,6	14,3	24,0	-1,0	16,6	-1,4
2022 gen.	2,4	2,6	-2,5	-6,7	11,6	25,8	23,9	0,9	24,4	0,6
feb. ⁴⁾	11,7	11,5	8,8	-1,5	4,4	22,1	28,1	3,7	17,3	1,1
Variazioni percentuali										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
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	0,5
3° trim.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
4° trim.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2021 set.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,1
ott.	1,9	2,6	-5,1	-3,5	6,1	4,3	4,1	0,6	5,5	-0,3
nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,3
dic.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022 gen.	3,7	4,4	0,3	0,1	6,1	4,4	4,3	1,9	5,5	-0,3
feb. ⁴⁾	3,8	4,4	1,2	0,1	5,9	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,2

Fonte: BCE.

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

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

3) 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		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾	10
Consistenze										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.898,3	1.839,0	37,1	2.004,8	3.017,5	1.363,9	449,1	118,8	136,8
2021 1° trim.	704,0	6.891,3	1.897,4	41,2	1.985,5	2.967,2	1.409,5	400,9	127,2	130,2
2° trim.	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
3° trim.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
4° trim.	797,1	6.898,3	1.839,0	37,1	2.004,8	3.017,5	1.363,9	449,1	118,8	136,8
2021 set.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,2	415,2	139,0	146,0
ott.	739,5	6.877,7	1.842,7	38,1	2.007,8	2.989,0	1.385,0	481,4	140,0	147,6
nov.	706,9	6.911,5	1.830,9	37,7	2.017,9	3.025,1	1.387,9	405,7	144,5	149,9
dic.	797,1	6.898,3	1.839,0	37,1	2.004,8	3.017,5	1.363,9	449,1	118,8	136,8
2022 gen.	723,6	6.901,4	1.846,7	36,8	2.013,4	3.004,4	1.350,3	365,2	165,3	158,8
feb. ⁴⁾	731,5	6.881,7	1.836,6	36,6	2.005,3	3.003,3	1.370,1	350,9	165,7	159,4
Transazioni										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,4	-48,8	-48,0
2021	53,1	-26,4	-74,2	-5,0	-33,1	85,9	-122,0	-87,1	-11,3	-2,3
2021 1° trim.	-40,5	-27,3	-20,9	-0,9	-29,6	24,1	10,9	-120,6	-2,9	-8,9
2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,0	-16,5	-30,1	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,6	29,6	15,3	11,5
4° trim.	106,7	18,4	-13,3	-1,6	12,9	20,4	-71,7	34,0	-20,2	-9,2
2021 set.	-17,9	11,2	-1,0	-0,4	4,0	8,6	-53,4	41,1	13,7	17,6
ott.	48,6	22,3	-7,7	-0,5	29,0	1,5	-2,6	69,5	0,9	1,6
nov.	-32,3	-11,1	-13,4	-0,5	1,7	1,0	-31,5	-62,6	4,6	2,2
dic.	90,4	7,2	7,8	-0,6	-17,9	17,9	-37,6	27,1	-25,7	-13,1
2022 gen.	-69,5	-9,9	-10,0	-0,3	-0,4	0,7	-9,2	-94,5	46,4	29,0
feb. ⁴⁾	7,9	-19,0	-9,9	-0,2	-8,4	-0,5	-5,9	-40,9	0,2	0,7
Variazioni percentuali										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
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	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
4° trim.	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 set.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
ott.	-11,3	-0,2	-3,9	-10,5	-1,8	3,5	-	-	-5,9	-4,3
nov.	-5,6	-0,3	-5,1	-11,2	-1,2	3,5	-	-	-2,4	1,9
dic.	7,1	-0,4	-3,9	-11,9	-1,7	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 gen.	5,4	-0,1	-4,2	-12,1	-0,5	2,9	-	-	12,1	13,1
feb. ⁴⁾	6,2	-0,4	-4,3	-11,8	-0,7	2,5	-	-	13,8	14,3

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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 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.	46,6	46,1	13,0	12,7	15,7	0,5	54,9	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,7
2° trim.	46,5	45,9	12,9	12,8	15,5	0,6	53,4	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
3° trim.	46,7	46,0	13,0	12,9	15,4	0,7	52,9	48,2	10,4	6,0	1,5	24,7	4,7

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	IFM 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 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	81,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,7	3,0	13,8	80,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+) / avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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.	14,2	6,8	1,9	2,2	1,6	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,2	5,5	10,3
2° trim.	3,9	5,4	-1,1	-0,4	-1,0	0,4	0,0	0,2	0,0	-0,7	-0,4	5,8
3° trim.	1,1	4,8	-1,0	-0,3	-0,7	0,2	0,0	0,2	0,0	-0,7	-2,8	5,3

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	Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi
	Scadenze fino a 1 anno												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2020 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.	15,6	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
3° trim.	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
2021 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.	15,4	14,1	4,3	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	2,0	1,9	-0,1	0,5
nov.	15,5	14,1	4,2	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
dic.	15,2	13,9	4,6	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 gen.	15,2	13,8	5,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
feb.	15,1	13,8	5,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-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	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	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 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	-5,7	-5,6	-5,5	-12,6	-11,6	-10,3	-10,1	-7,4
2° trim.	-6,3	-5,0	-4,3	-4,3	-10,9	-8,7	-8,7	-8,9	-6,2
3° trim.	-6,5	-4,3	-3,8	-3,3	-9,5	-8,1	-8,6	-8,0	-4,6
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 4° trim.	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	115,0	155,6	115,3
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,4	209,8	125,3	117,9	159,6	121,4
2° trim.	113,7	69,7	19,6	59,0	207,3	122,7	114,5	156,4	111,9
3° trim.	111,4	69,4	19,6	57,6	200,7	121,8	116,0	155,3	109,6

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	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 4° trim.	-4,5	-7,2	-3,5	-9,7	-4,2	-8,3	-5,8	-7,7	-5,5	-5,6
2021 1° trim.	-6,6	-7,1	-2,5	-9,9	-5,8	-10,6	-7,1	-8,2	-6,3	-6,1
2° trim.	-7,1	-5,3	-0,3	-8,4	-4,2	-8,5	-5,9	-6,3	-6,1	-4,5
3° trim.	-5,6	-3,4	-0,2	-8,5	-3,6	-7,1	-3,9	-6,3	-5,7	-3,7
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 4° trim.	43,2	46,6	24,8	53,3	54,3	83,2	135,2	79,8	59,7	69,6
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	139,1	85,0	59,8	70,4
2° trim.	43,3	44,6	26,1	59,1	54,2	86,2	135,4	80,0	61,0	69,4
3° trim.	43,6	45,1	25,3	57,2	52,6	84,1	130,5	79,6	61,1	68,7

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 13 aprile 2022.

Per la terminologia tecnica, è disponibile sul sito della BCE un [glossario in lingua inglese](#).

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-22-003-IT-N (online)