



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 2 / 2023



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	9
2 Attività economica	17
3 Prezzi e costi	25
4 Andamenti del mercato finanziario	34
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	40
6 Andamenti della finanza pubblica	48
<b>Riquadri</b>	<b>52</b>
1 Gli effetti di propagazione degli shock di politica monetaria degli USA alle economie emergenti: fattori determinanti	52
2 Andamenti dei corsi petroliferi e flussi di petrolio russo dopo l'embargo dell'UE e il tetto ai prezzi adottato dal G7	57
3 Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli	65
4 Catene globali del valore e pandemia: l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta	75
5 Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia	81
6 Risultati della prova di stress del 2022 sul rischio climatico per il bilancio dell'Eurosistema	88
7 Stima retrospettiva dei tassi reali e delle aspettative di inflazione: integrazione di misure ricavate dai mercati con dati storici di variabili attinenti	93
8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 2 novembre 2022 al 7 febbraio 2023	99
9 Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata	106
<b>Articolo</b>	<b>111</b>
1 Politiche di bilancio e inflazione elevata	111
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

Secondo le proiezioni, l'inflazione dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato. Pertanto, il 16 marzo 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, in linea con la sua determinazione ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. L'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di un approccio dipendente dai dati per le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di riferimento, che saranno determinate dalle sue valutazioni sulle prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, dalla dinamica dell'inflazione di fondo e dall'intensità di trasmissione della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo ha altresì dichiarato di star monitorando con attenzione le tensioni in atto sui mercati e di essere pronto a intervenire ove necessario per preservare la stabilità dei prezzi e la stabilità finanziaria nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha dichiarato che il settore bancario dell'area dell'euro è dotato di buona capacità di tenuta, con solide posizioni di capitale e liquidità. In ogni caso, la BCE dispone di tutti gli strumenti necessari a fornire liquidità a sostegno del sistema finanziario dell'area dell'euro, qualora ve ne sia l'esigenza, e a preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Le nuove proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE sono state ultimate agli inizi di marzo, prima delle recenti tensioni emerse nei mercati finanziari. Tali tensioni comportano pertanto ulteriore incertezza riguardo alle valutazioni dello scenario di base per l'inflazione e la crescita. Prima di questi sviluppi recenti, il profilo dello scenario di base per l'inflazione complessiva era già stato rivisto al ribasso, soprattutto per effetto del minore contributo delle quotazioni energetiche rispetto alle attese precedenti. Gli esperti della BCE indicano ora che l'inflazione si collocherebbe in media al 5,3 per cento nel 2023, al 2,9 nel 2024 e al 2,1 nel 2025. Allo stesso tempo, le pressioni di fondo sui prezzi restano intense. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari ha continuato ad aumentare a febbraio e gli esperti della BCE si attendono una media del 4,6 per cento nel 2023, livello più elevato rispetto a quello anticipato nelle proiezioni di dicembre. In seguito dovrebbe ridursi al 2,5 per cento nel 2024 e al 2,2 nel 2025, via via che le spinte al rialzo derivanti dai passati shock dell'offerta e dalla riapertura delle attività economiche verranno meno e che la politica monetaria più restrittiva frenerà sempre più la domanda.

Le proiezioni per la crescita nel 2023 sono state corrette al rialzo nello scenario di base, collocandosi in media all'1,0 per cento per effetto sia del calo delle quotazioni energetiche, sia della maggiore tenuta dell'economia a fronte del difficile contesto

internazionale. Gli esperti della BCE si attendono poi che la crescita aumenti ancora, all'1,6 per cento sia nel 2024 sia nel 2025, sostenuta dal vigore del mercato del lavoro, dal miglioramento del clima di fiducia e dalla ripresa dei redditi reali. Allo stesso tempo, il rafforzamento della crescita nel 2024 e nel 2025 risulta inferiore rispetto alle proiezioni di dicembre, di riflesso alla politica monetaria più restrittiva.

## Attività economica

L'attività economica mondiale si è confermata modesta al volgere dell'anno, ma le prospettive a breve termine sono migliorate, sospinte dalla riapertura delle attività economiche in Cina e dalla perdurante capacità di tenuta dei mercati del lavoro nelle economie avanzate. L'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta continua a sostenere l'interscambio mondiale e, sebbene l'inflazione complessiva sia in calo, le pressioni di fondo sui prezzi rimangono vigorose. In tale contesto, le prospettive di crescita mondiale per il 2023 e il 2024 incorporate nelle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE per l'area dell'euro sono state riviste al rialzo rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema. Anche se la riapertura delle attività economiche in Cina sosterrà l'espansione mondiale nell'anno in corso, l'attività economica internazionale si conferma relativamente modesta, con tassi di crescita ancora inferiori alle medie storiche per l'intero orizzonte temporale di proiezione, dal 2023 al 2025. Anche le proiezioni sul commercio internazionale sono state riviste al rialzo per dar conto della riapertura dell'economia in Cina e dell'ulteriore allentamento delle tensioni lungo le catene mondiali di approvvigionamento. Segnali sempre più numerosi indicano che l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a livello mondiale avrebbe già raggiunto il proprio valore massimo nel 2022, sebbene le pressioni sui prezzi nell'economia internazionale permangano elevate. La disinflazione è sostenuta dall'affievolirsi delle tensioni dal lato dell'offerta, dal calo dei prezzi dell'energia e dall'inasprimento sincrono della politica monetaria in tutto il mondo. Tuttavia, la buona capacità di tenuta dei mercati del lavoro e la robusta dinamica salariale, soprattutto nelle principali economie avanzate, suggeriscono che le pressioni inflazionistiche di fondo nell'economia mondiale rimangono vigorose e che il processo di disinflazione sarà graduale.

L'economia dell'area dell'euro ha ristagnato nel quarto trimestre del 2022; è stata pertanto evitata la contrazione attesa in precedenza. Tuttavia, la domanda interna del settore privato ha registrato un brusco calo. L'elevata inflazione, le attuali incertezze e le condizioni di finanziamento più stringenti hanno compresso i consumi e gli investimenti privati, che sono diminuiti rispettivamente dello 0,9 e del 3,6 per cento. Secondo lo scenario di base, l'economia dovrebbe segnare una ripresa nei prossimi trimestri. La produzione industriale dovrebbe aumentare con l'ulteriore miglioramento delle condizioni dell'offerta, la continua distensione del clima di fiducia e lo smaltimento dei numerosi ordini inevasi da parte delle imprese. L'incremento delle retribuzioni e il calo delle quotazioni energetiche compenseranno in parte la perdita di potere di acquisto che molte famiglie avvertono per effetto dell'inflazione elevata. Ciò, a sua volta, sosterrà la spesa per consumi. Inoltre, il mercato del lavoro continua a mostrare vigore, malgrado l'indebolimento dell'attività economica.

Il numero degli occupati è cresciuto dello 0,3 per cento nel quarto trimestre del 2022 e a gennaio 2023 il tasso di disoccupazione si è mantenuto sul minimo storico del 6,6 per cento.

A fronte di forniture energetiche che sono divenute più sicure, la dinamica dei prezzi dell'energia si è notevolmente moderata, il clima di fiducia è migliorato e ci si attende una lieve ripresa dell'attività nel breve periodo. Il calo delle quotazioni energetiche determina al momento un lieve alleggerimento dei costi, in particolare per i settori a elevato consumo di energia, e le strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale sono in larga parte venute meno. Ci si attende una prosecuzione del processo di riequilibrio nel mercato dell'energia e un miglioramento dei redditi reali. In un contesto in cui si registra altresì un rafforzamento della domanda esterna, e a condizione che le attuali tensioni nei mercati finanziari si attenuino, la crescita del prodotto dovrebbe recuperare a partire dalla metà del 2023, sorretta dagli andamenti robusti nel mercato del lavoro. Nondimeno, la normalizzazione in atto della politica monetaria della BCE e gli ulteriori aumenti dei tassi attesi dai mercati si trasmetteranno in misura crescente all'economia reale, con effetti di freno aggiuntivi derivanti dal recente inasprimento delle condizioni di offerta del credito. Questo, assieme al graduale venir meno delle misure di sostegno di bilancio e al perdurare di alcuni timori riguardo ai rischi per le forniture energetiche il prossimo inverno, inciderà negativamente sulla crescita economica nel medio periodo. Si prevede, complessivamente, che il tasso di crescita medio annuo del PIL in termini reali scenda dal 3,6 per cento del 2022 all'1,0 nel 2023, per poi salire di nuovo all'1,6 per cento nel 2024 e nel 2025. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2022, la crescita del PIL è stata rivista al rialzo di 0,5 punti percentuali per il 2023, grazie a un effetto di trascinamento esercitato dagli andamenti migliori del previsto nella seconda metà del 2022 e al miglioramento delle prospettive a breve termine, mentre è stata oggetto di una correzione al ribasso di 0,3 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente per il 2024 e per il 2025, in un contesto in cui l'inasprirsi delle condizioni di finanziamento e il recente apprezzamento dell'euro sopravanzano gli effetti positivi sul reddito e sulla fiducia esercitati dal calo dell'inflazione.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE, le prospettive per le finanze pubbliche nell'area dell'euro dovrebbero migliorare nell'orizzonte temporale di riferimento. Dopo il calo considerevole stimato per il 2022, il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro continuerebbe a diminuire lievemente nel 2023 e in misura più significativa nel 2024 (al 2,4 per cento del PIL), mentre rimarrebbe invariato nel 2025. Rispetto al 2022, la diminuzione del saldo di bilancio alla fine del periodo considerato va ricondotta al miglioramento del saldo primario corretto per il ciclo e a una migliore componente ciclica, mentre la spesa per interessi in percentuale del PIL registra un aumento graduale nel periodo in esame. Secondo le proiezioni, il debito dell'area dell'euro continuerebbe a diminuire, seppur più lentamente dopo il 2022, scendendo lievemente al di sotto dell'87 per cento del PIL nel 2025. Ciò è ascrivibile principalmente ai differenziali negativi tra tasso di interesse e tasso di crescita, i quali più che compensano i persistenti disavanzi primari. Nondimeno, nel 2025 sia il disavanzo, sia il rapporto fra debito pubblico e PIL dovrebbero rimanere sopra ai livelli antecedenti la pandemia.

Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre, il profilo del saldo di bilancio è stato rivisto verso l'alto per il periodo 2023-2025, anche se in misura solo marginale alla fine dell'orizzonte di proiezione, mentre la spesa per interessi è aumentata nel periodo 2024-2025. Il rapporto debito/PIL è stato corretto al ribasso, riflettendo soprattutto il miglioramento del profilo del saldo primario.

Gli interventi pubblici volti a proteggere l'economia dall'impatto dei prezzi energetici elevati dovrebbero essere temporanei, mirati e modulati al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo energetico. Con il calo delle quotazioni dell'energia e l'attenuarsi dei rischi per le relative forniture, è importante avviare il rientro di tali misure in maniera tempestiva e concordata. Le misure che disattendono questi criteri spingeranno verosimilmente al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più risoluta. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE e gli orientamenti della Commissione europea dell'8 marzo scorso, le politiche di bilancio dovrebbero essere indirizzate a rendere l'economia dell'area dell'euro più produttiva e ad abbassare gradualmente l'elevato livello del debito pubblico. Le politiche volte a migliorare la capacità di approvvigionamento dell'area dell'euro, soprattutto nel settore energetico, possono contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. A tal fine, i governi dovrebbero attuare tempestivamente i piani per gli investimenti e per le riforme strutturali nell'ambito del programma Next Generation EU. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.

## Inflazione

L'inflazione a febbraio è scesa all'8,5 per cento, a seguito di un nuovo brusco calo delle quotazioni dell'energia. Poiché il precedente rialzo del costo dell'energia e degli altri input per la produzione degli alimentari si sta ancora trasmettendo ai prezzi al consumo, l'inflazione dei beni alimentari ha invece registrato un ulteriore aumento, al 15,0 per cento.

Le pressioni di fondo sui prezzi restano inoltre intense. A febbraio l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è cresciuta al 5,6 per cento e anche altri indicatori dell'inflazione di fondo si sono mantenuti elevati. Nello stesso mese l'inflazione dei beni industriali non energetici ha registrato un incremento al 6,8 per cento, riconducibile principalmente agli effetti ritardati delle passate strozzature dal lato dell'offerta e degli elevati prezzi energetici. Anche l'inflazione dei servizi, salita a febbraio al 4,8 per cento, continua a essere trainata dalla graduale trasmissione dei passati aumenti dei costi energetici, dalla domanda repressa emersa in seguito alla riapertura delle attività economiche e dall'incremento delle retribuzioni.

Le pressioni salariali si sono intensificate per effetto del vigore dei mercati del lavoro e della volontà dei lavoratori dipendenti di recuperare in parte il potere di acquisto perduto a causa dell'inflazione elevata. Molte imprese sono state inoltre in grado di aumentare i propri margini di profitto nei settori caratterizzati da un'offerta soggetta a vincoli e da una domanda in ripresa. Al tempo stesso, la maggior parte delle misure

delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, benché sia necessario un continuo monitoraggio, in particolare alla luce della recente volatilità delle aspettative di inflazione desunte dai mercati.

Il brusco aggiustamento nei mercati dell'energia ha determinato un'attenuazione considerevole delle spinte sui prezzi e al momento ci si attende un calo dell'inflazione più rapido. La componente energetica, che aveva raggiunto un massimo oltre il 40 per cento lo scorso autunno, dovrebbe diventare negativa nella seconda metà del 2023 sulla scia di corsi delle materie prime scesi al di sotto dei livelli osservati prima dell'invasione russa dell'Ucraina, di forti effetti base e del rafforzamento del tasso di cambio dell'euro. Date le prospettive più favorevoli per le quotazioni delle materie prime energetiche, le misure di bilancio dovrebbero esercitare un ruolo in certa misura minore nel contenimento dei corsi dell'energia nel 2023 e, con il ritiro di tali provvedimenti, nel 2024 ci si attende ora un rimbalzo dell'inflazione dei beni energetici di minore entità.

I tassi di inflazione per le altre componenti dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) inizierebbero a scendere leggermente più avanti, giacché le spinte inflazionistiche accumulate connesse alla trasmissione dei costi, in particolare per la componente alimentare, nonché i perduranti effetti delle precedenti strozzature dal lato dell'offerta e della riapertura dell'economia saranno ancora presenti nel breve periodo. L'inflazione complessiva dovrebbe scendere al di sotto del 3,0 per cento entro la fine del 2023 e stabilizzarsi al 2,9 per cento nel 2024, per poi moderarsi ulteriormente portandosi in corrispondenza dell'obiettivo del 2,0 per cento nel terzo trimestre del 2025, mantenendosi pari al 2,1 per cento in media d'anno. A differenza dell'inflazione complessiva, quella di fondo (misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari) sarà mediamente più alta nel 2023 che nel 2022, rispecchiando gli effetti ritardati connessi all'impatto indiretto sia del livello precedentemente elevato dei prezzi dell'energia, sia del passato forte deprezzamento dell'euro, il cui ruolo sarà dominante nel breve periodo. Gli effetti sull'inflazione di fondo esercitati dalla più recente diminuzione dei corsi dell'energia e dal recente apprezzamento dell'euro saranno avvertiti solo più avanti nell'orizzonte temporale della proiezione. L'atteso calo dell'inflazione nel medio periodo riflette anche l'impatto graduale della normalizzazione della politica monetaria. Ciononostante, date le condizioni tese nei mercati del lavoro e gli effetti di compensazione dell'inflazione, i salari dovrebbero crescere a tassi ben superiori alle medie storiche e alla fine del periodo in esame si dovrebbero collocare in termini reali su livelli prossimi a quelli del primo trimestre del 2022. Rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, l'inflazione complessiva è stata rivista verso il basso per l'intero arco di tempo considerato (rispettivamente di 1,0, 0,5 e 0,2 punti percentuali per il 2023, il 2024 e il 2025). La considerevole revisione al ribasso per il 2023 va ricondotta ai dati nettamente inferiori del previsto relativi alla componente energetica negli ultimi mesi e alle ipotesi di prezzi dell'energia molto più bassi, andamenti in parte compensati dagli aumenti inattesi del tasso di inflazione misurato sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Per il 2024 e il 2025 le correzioni verso il basso sono connesse al minore impatto sulla componente energetica esercitato dal venir meno delle misure di bilancio, al più marcato esaurirsi degli effetti indiretti e alla crescente trasmissione del recente apprezzamento dell'euro.

## Valutazione dei rischi

I rischi per le prospettive di crescita economica sono orientati al ribasso. Il protrarsi di tensioni elevate nei mercati finanziari potrebbe determinare un inasprimento superiore alle attese delle condizioni creditizie nel senso più ampio e ripercuotersi sul clima di fiducia. La guerra ingiustificata mossa dalla Russia all'Ucraina e alla sua popolazione continua a rappresentare un significativo rischio al ribasso per l'economia e potrebbe nuovamente spingere al rialzo i costi dei beni energetici e alimentari. Un ulteriore freno alla crescita nell'area dell'euro potrebbe inoltre derivare da un eventuale indebolimento dell'economia mondiale più brusco rispetto alle attese. Tuttavia, la possibilità che le imprese si adeguino più velocemente al difficile contesto internazionale, unitamente al venir meno dello shock energetico, potrebbe sostenere una crescita maggiore rispetto alle attuali attese.

I rischi al rialzo per l'inflazione includono le attuali pressioni inflazionistiche accumulate, che potrebbero ancora far aumentare i prezzi al dettaglio in misura maggiore rispetto a quanto previsto nel breve periodo. Fattori interni, quali il protratto incremento delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo o aumenti dei salari e dei margini di profitto maggiori di quanto prospettato, potrebbero spingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Inoltre, un recupero dell'economia cinese più marcato delle attese potrebbe imprimere un nuovo impulso alle quotazioni delle materie prime e alla domanda esterna. I rischi al ribasso per l'inflazione includono il protrarsi di tensioni elevate nei mercati finanziari, che potrebbero accelerare la disinflazione. Inoltre, il calo delle quotazioni energetiche potrebbe tradursi in una ridotta pressione derivante dall'inflazione di fondo e dai salari. Un indebolimento della domanda, anche per effetto di un più marcato rallentamento del credito bancario o di una trasmissione della politica monetaria più intensa rispetto alle attese, contribuirebbe inoltre a spinte sui prezzi meno forti di quanto anticipato attualmente, soprattutto nel medio periodo.

## Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono aumentati considerevolmente nelle settimane successive alla riunione di febbraio del Consiglio direttivo. Tuttavia, tale incremento ha registrato una forte inversione di tendenza nel periodo precedente alla riunione di marzo, a fronte delle gravi tensioni nei mercati finanziari. I prestiti concessi dalle banche alle imprese dell'area dell'euro sono divenuti più onerosi. Il credito alle imprese è diminuito ulteriormente, a seguito della minore domanda e delle condizioni di offerta più restrittive. È aumentato anche il costo dell'indebitamento delle famiglie, soprattutto a causa dell'innalzamento dei tassi sui mutui ipotecari. I maggiori costi di indebitamento e il conseguente calo della domanda, unitamente a criteri di concessione del credito più rigidi, hanno determinato un'ulteriore riduzione della crescita dei prestiti alle famiglie. A fronte di tale indebolimento della dinamica dei prestiti, la crescita della moneta ha registrato una brusca riduzione, determinata dalle componenti più liquide.

## Decisioni di politica monetaria

Sulla base della sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale saranno innalzati rispettivamente al 3,50, al 3,75 e al 3,00 per cento, con effetto dal 22 marzo 2023.

Il portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, dato che l'Eurosistema reinveste solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari in media a 15 miliardi di euro al mese fino alla fine di giugno 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo. Quanto al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno fino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria. Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riconducibili alla pandemia.

A fronte dei rimborsi degli importi ricevuti dalle banche nelle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente come le operazioni mirate contribuiscono all'orientamento della politica monetaria.

## Conclusioni

In sintesi, secondo le proiezioni l'inflazione dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato. Pertanto, nella riunione di marzo il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 50 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, in linea con la sua determinazione ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine.

L'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di un approccio dipendente dai dati per le decisioni sui tassi di riferimento, che saranno determinate dalle valutazioni del Consiglio direttivo sulle prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, dalla dinamica dell'inflazione di fondo e dall'intensità di trasmissione della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione torni all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

## 1 Contesto esterno

*L'attività economica mondiale si è confermata modesta al volgere dell'anno, ma le prospettive a breve termine sono migliorate, favorite dalla riapertura delle attività economiche in Cina e dalla perdurante capacità di tenuta dei mercati del lavoro nelle economie avanzate. L'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta continua a sostenere l'interscambio mondiale. Sebbene l'inflazione complessiva sia in calo, le pressioni di fondo sui prezzi rimangono vigorose. In tale contesto, le prospettive di crescita mondiale per il 2023 e il 2024, incorporate nelle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, sono state riviste al rialzo rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema. Benché la riapertura delle attività economiche in Cina rafforzerà l'espansione mondiale nell'anno in corso, l'attività economica internazionale si conferma relativamente modesta, con tassi di crescita ancora inferiori alle medie storiche per l'intero orizzonte temporale di proiezione, dal 2023 al 2025. Anche le proiezioni sul commercio internazionale sono state riviste al rialzo per dar conto della ripresa economica cinese e dell'ulteriore allentamento delle tensioni lungo le catene mondiali di approvvigionamento. Secondo segnali sempre più numerosi l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a livello mondiale avrebbe già raggiunto il proprio valore massimo nel 2022, sebbene le pressioni sui prezzi nell'economia internazionale permangano elevate. La disinflazione è sostenuta dall'affievolirsi delle tensioni dal lato dell'offerta, dal calo dei prezzi dell'energia e dall'inasprimento sincrono della politica monetaria in tutto il mondo. Tuttavia, la buona capacità di tenuta dei mercati del lavoro e la robusta dinamica salariale, soprattutto nelle principali economie avanzate, suggeriscono che le pressioni inflazionistiche di fondo nell'economia mondiale rimangono vigorose.*

**L'elevata inflazione, l'inasprimento della politica monetaria e le interruzioni dell'offerta in Cina connesse alla pandemia hanno frenato la crescita mondiale al volgere dell'anno.** Questi fattori hanno gravato sull'attività economica, insieme all'accresciuta incertezza geopolitica legata alla guerra in Ucraina e ai perduranti rischi dal lato dell'offerta che investono i mercati mondiali delle materie prime energetiche e alimentari, con una crescita del PIL mondiale in termini reali che è bruscamente diminuita, raggiungendo, secondo le stime, lo 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2022<sup>1</sup>. Malgrado la sostanziale coerenza del dato con le proiezioni di dicembre 2022, si è osservata la contrapposizione di due forze. In primo luogo, in Cina la repentina revoca delle misure sanitarie di contenimento ha innescato un brusco aumento dei tassi di contagio da COVID-19, segnalando, nel breve termine, un'attività economica molto più debole di quanto precedentemente atteso. In secondo luogo, negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali è stata superiore alle previsioni, grazie all'ampio contributo positivo fornito dalle esportazioni nette e dalle scorte, nonostante l'ulteriore moderazione della domanda interna.

**La crescita del PIL mondiale in termini reali dovrebbe aumentare nel primo trimestre del 2023, ma permane modesta.** L'incremento riflette il fatto che in Cina le recenti difficoltà connesse con la pandemia sembrano già in fase di attenuazione

<sup>1</sup> Poiché la presente sezione verte sugli andamenti del contesto mondiale, tutti i riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale non includono l'area dell'euro.

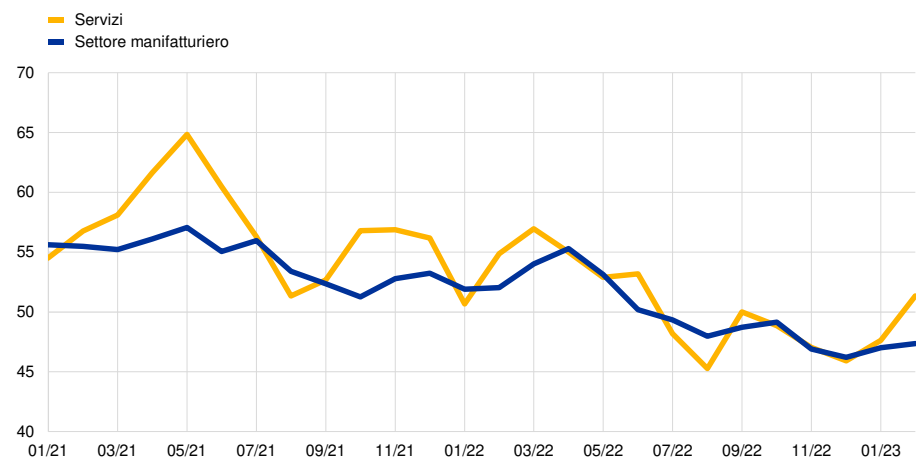
e che gli andamenti dei mercati del lavoro nelle economie avanzate si confermano robusti. Tale indicazione è in linea con quanto desunto dalle ultime indagini utilizzate per ricavare l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), che suggerisce un miglioramento dell'attività economica. Nelle economie avanzate il prodotto nel settore dei servizi è recentemente aumentato, in parallelo con la perdurante tenuta del mercato del lavoro, mentre la produzione manifatturiera rimane in territorio negativo (cfr. il pannello a) del grafico 1). In Cina la ripresa dalle difficoltà è ben avviata e a febbraio il prodotto del settore manifatturiero e quello dei servizi hanno segnato un rapido recupero, risolvendo gli aggregati dei mercati emergenti (cfr. il pannello b) del grafico 1).

### Grafico 1

Indice dei responsabili degli acquisti relativo al prodotto per settore nelle economie avanzate ed emergenti

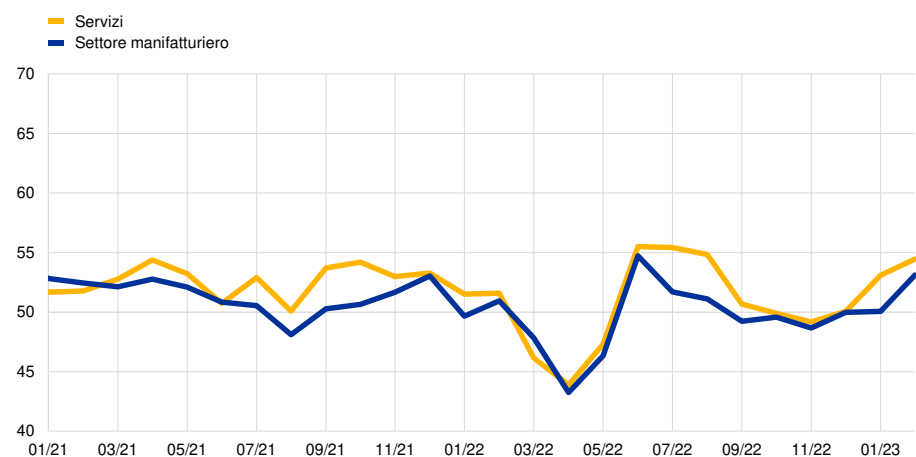
#### a) Economie avanzate (esclusa l'area dell'euro)

(indici di diffusione)



#### b) Economie emergenti

(indici di diffusione)



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

**Le prospettive per la crescita mondiale sono state riviste al rialzo per il 2023 e il 2024.** Benché la riapertura delle attività economiche in Cina sosterrà l'espansione

mondiale nel 2023, l'attività economica internazionale si conferma debole, con tassi di crescita ancora inferiori alle medie storiche nell'arco dell'orizzonte temporale di proiezione. Secondo le proiezioni di marzo 2023, la crescita del PIL mondiale in termini reali si collocherebbe al 3,0 per cento nel 2023, lievemente al di sotto del tasso di crescita del 3,3 per cento stimato per il 2022, per poi aumentare molto gradualmente al 3,2 per cento nel 2024 e al 3,3 per cento nel 2025. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2022, ciò implica revisioni al rialzo per il 2023 (di 0,4 punti percentuali) e il 2024 (di 0,1 punti percentuali), ma nessuna variazione per il 2025. Un fattore chiave alla base delle revisioni è il miglioramento delle prospettive per la Cina, in un contesto in cui le tensioni legate alla pandemia osservate al volgere dell'anno dovrebbero lasciare spazio a una ripresa più rapida nel prosieguo del 2023, dato che l'economia cinese sarà meno limitata dal rischio di nuove misure di chiusura (lockdown). Anche la crescita del PIL statunitense in termini reali è stata rivista al rialzo sullo sfondo della perdurante capacità di tenuta evidenziata dal mercato del lavoro. Per le economie avanzate il profilo previsto per la crescita del PIL in termini reali per il 2023 rimane relativamente modesto, sostanzialmente in linea con le proiezioni di dicembre 2022, e in seguito dovrebbe registrare una ripresa soltanto graduale. Per le economie emergenti le proiezioni indicano tassi di crescita sostanzialmente stabili intorno al 4 per cento nel complesso dell'orizzonte temporale considerato.

**Anche le proiezioni relative al commercio internazionale sono state riviste al rialzo per dar conto della riapertura delle attività economiche in Cina e dell'ulteriore allentamento dei vincoli lungo le catene mondiali di approvvigionamento.**

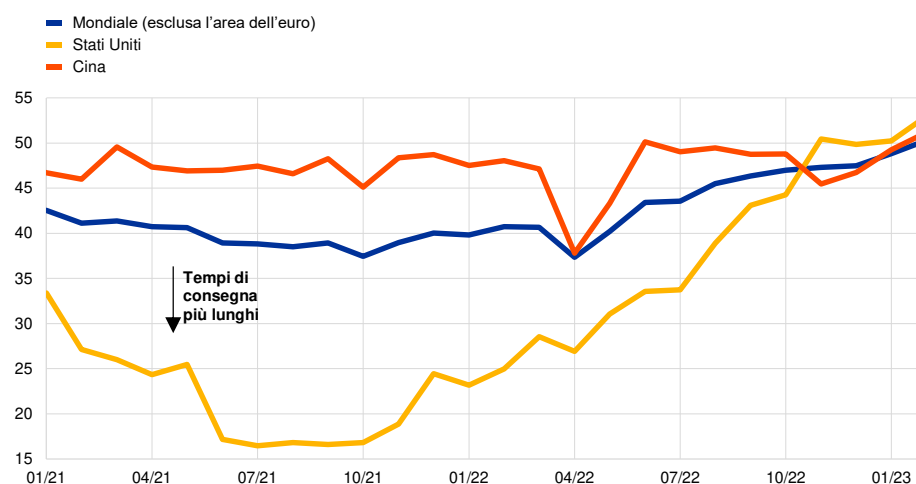
La revisione fa seguito alla crescita negativa del quarto trimestre del 2022, quando si stima che l'interscambio mondiale sia diminuito a causa dell'indebolimento del commercio di beni nelle economie avanzate ed emergenti. Da allora si sono osservati timidi segnali di stabilizzazione su un livello contenuto. L'indice PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero per il settore manifatturiero, pur rimanendo in territorio negativo, ha evidenziato miglioramenti sia a gennaio sia a febbraio 2023. Inoltre, i vincoli dal lato dell'offerta a livello mondiale si sono significativamente allentati e i tempi di consegna dei fornitori si sono ridotti, suggerendo che l'impatto delle tensioni connesse alla pandemia in Cina sulle catene di approvvigionamento mondiali è stato relativamente limitato e di breve durata (cfr. il grafico 2). Secondo le proiezioni di marzo 2023, quest'anno la crescita dell'interscambio mondiale dovrebbe essere meno dinamica di quella del PIL mondiale in termini reali, di riflesso al protratto calo dell'impatto esercitato dal venir meno delle strozzature dal lato dell'offerta che ha contribuito alla forte espansione del commercio nel 2022. Con la normalizzazione dei profili di consumo e il loro riorientamento verso i servizi e a scapito dei beni, specie nelle economie avanzate, il commercio mondiale potrebbe risentire di ripercussioni negative. L'interscambio mondiale, secondo le proiezioni, crescerebbe del 2,5 per cento nel 2023, un ritmo relativamente modesto rispetto alle medie storiche, e aumenterebbe del 3,4 per cento nel 2024 e nel 2025, sostanzialmente in linea con l'espansione del PIL mondiale in termini reali. La domanda estera dell'area dell'euro dovrebbe seguire un andamento analogo: le proiezioni di marzo 2023 ne indicano un incremento del 2,1 per cento nel 2023, del 3,1 per cento nel 2024 e del 3,3 per cento nel 2025. Le proiezioni sia per l'interscambio mondiale sia per la domanda estera dell'area

dell'euro sono state riviste al rialzo per il 2023, in parte a causa dei risultati migliori del previsto nel terzo trimestre del 2022 che hanno determinato considerevoli effetti statistici di trascinamento.

## Grafico 2

### Indice dei responsabili degli acquisti relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indice)



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

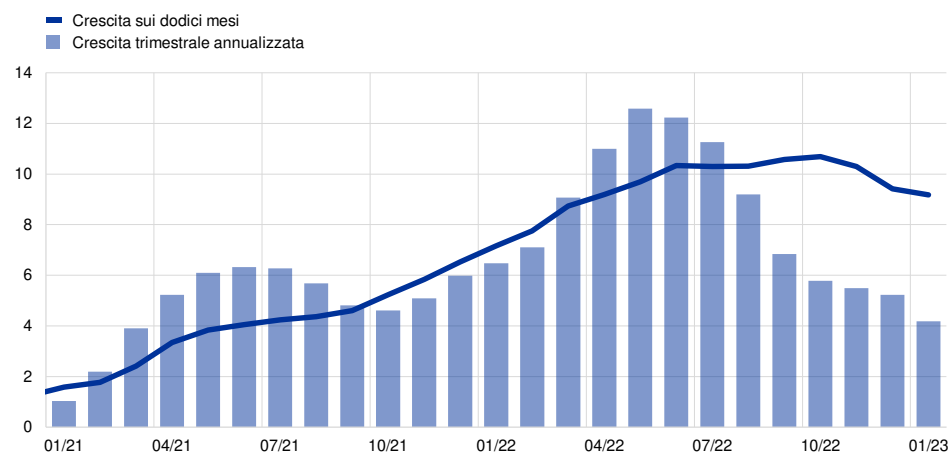
**Le pressioni sui prezzi nell'economia mondiale rimangono elevate.** Dopo aver toccato il massimo nell'estate del 2022, l'inflazione mondiale misurata sull'IPC si è ridotta per l'affievolirsi delle tensioni dal lato dell'offerta, il calo dei prezzi dell'energia e l'inasprimento sincrono della politica monetaria. Tuttavia, la buona capacità di tenuta dei mercati del lavoro e la robusta dinamica salariale, soprattutto nelle economie avanzate, suggeriscono che le pressioni inflazionistiche di fondo sono forti. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è lievemente diminuita, passando al 9,2 per cento a gennaio 2023 dal 9,4 del mese precedente. La dinamica dell'inflazione complessiva misurata sull'IPC è in brusca flessione per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici (cfr. il pannello a) del grafico 3). Nello stesso periodo, per contro, l'inflazione di fondo misurata sull'IPC (che esclude le componenti alimentare ed energetica) è rimasta invariata al 7,2 per cento e, nonostante il lieve rallentamento della sua dinamica, rimane relativamente sostenuta, a indicare pressioni inflazionistiche più persistenti (cfr. il pannello b) del grafico 3). Anche il profilo previsto per i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro riflette questo andamento ed è stato rivisto lievemente al ribasso rispetto alle proiezioni di dicembre 2022.

### Grafico 3

#### Inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo nell'area dell'OCSE

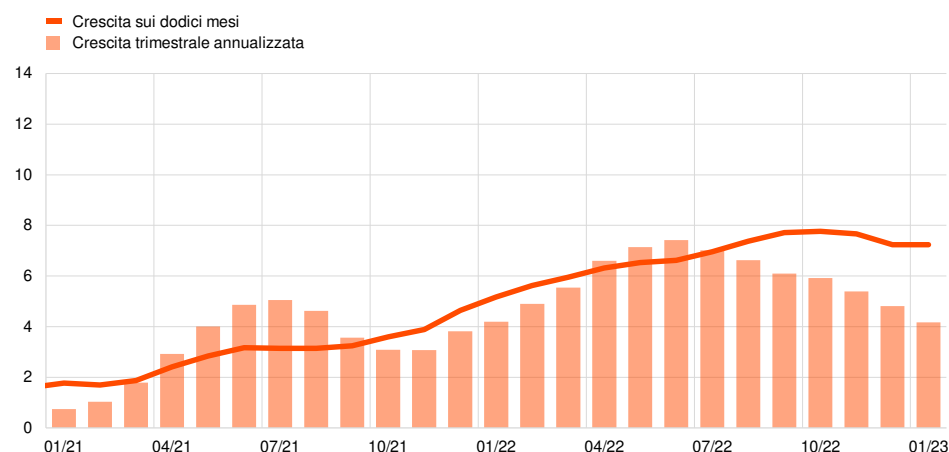
##### a) Inflazione complessiva

(variazioni percentuali sui dodici mesi e variazioni percentuali trimestrali annualizzate)



##### b) Inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi e variazioni percentuali trimestrali annualizzate)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'inflazione di fondo misurata sull'IPC è calcolata al netto dei beni energetici e alimentari. I profili dell'inflazione complessiva e dell'inflazione di fondo sui dodici mesi misurate sull'IPC, e le rispettive dinamiche, sarebbero simili anche se dall'aggregato OCSE si escludesse la Turchia (dove l'inflazione permane su elevati valori a due cifre). A gennaio 2023 l'inflazione complessiva e l'inflazione di fondo sui dodici mesi misurate sull'IPC nei paesi dell'OCSE esclusa la Turchia (valori non riportati nei pannelli) erano pari, rispettivamente, al 7,5 e al 5,7 per cento, a fronte del 7,6 e del 5,6 per cento di dicembre 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

**I prezzi del petrolio a livello mondiale sono diminuiti e quelli del gas in Europa si sono drasticamente contratti, pur rimanendo ben al di sopra dei livelli antecedenti la guerra tra Russia e Ucraina.** Il buon esito della sostituzione delle importazioni di gas dalla Russia con quelle di gas naturale liquefatto nel corso del 2022 ha contribuito all'accumulo di scorte in Europa prima dell'inverno. I loro livelli sono per di più rimasti elevati, a causa della minore domanda dovuta a un inverno molto mite e a efficaci misure di risparmio di tale combustibile. Inoltre, il livello attualmente elevato delle scorte di gas pone l'Europa in una posizione di maggior vantaggio in vista del prossimo inverno rispetto all'anno passato. Permangono tuttavia rischi al rialzo per i prezzi del gas, riconducibili alla possibilità che a) la

domanda cinese di importazioni di gas naturale liquefatto sia superiore alle attese correnti e b) la Russia riduca le restanti forniture di gas all'Europa nel prosieguo dell'anno. Per quanto riguarda il petrolio, il calo dei prezzi riflette l'indebolimento della domanda mondiale e i crescenti timori per la domanda futura di petrolio, sulla scia delle tensioni nei mercati finanziari provenienti dal settore bancario statunitense. Riflette altresì l'effetto, finora relativamente limitato, sulle forniture mondiali di petrolio delle ultime sanzioni imposte alla Russia, che è stato compensato solo in parte dall'impatto della riapertura delle attività economiche in Cina. Inoltre, le forniture mondiali di petrolio sono state favorite dall'aumento della produzione in Kazakistan e Nigeria. Permangono tuttavia rischi al rialzo per i corsi petroliferi a livello mondiale, data la possibilità di una minore offerta di petrolio da parte della Russia, sebbene attualmente le esportazioni siano deviate dall'Europa verso Cina e India. In risposta alle sanzioni, la Russia ha annunciato una riduzione del 5 per cento della propria produzione di greggio.

**La propensione al rischio a livello mondiale si conferma volatile.** Tale volatilità è ulteriormente aumentata più di recente sulla scorta delle significative tensioni nei mercati finanziari innescate dai fallimenti bancari negli Stati Uniti. I mercati finanziari mondiali, e in particolare i valori di borsa, sono stati inizialmente sostenuti dall'ottimismo generato dalla riapertura delle attività economiche in Cina, dalla moderazione dei prezzi dell'energia e dai primi segnali di allentamento delle pressioni inflazionistiche. Più di recente, tuttavia, i loro andamenti sono stati eterogenei in ragione dei segnali di perdurante robustezza delle pressioni inflazionistiche di fondo nell'economia mondiale, per via del protrarsi della vigorosa dinamica dei mercati del lavoro e dell'elevata crescita salariale. Ciò ha indotto gli operatori di mercato a rivedere le proprie aspettative circa gli interventi di politica monetaria nelle principali economie avanzate, gravando altresì sulla propensione al rischio a livello mondiale.

**Negli Stati Uniti, secondo le proiezioni, l'attività economica dovrebbe rallentare nella prima metà di quest'anno, mentre è probabile che la disinflazione sia più graduale del previsto.** Nel quarto trimestre del 2022 la crescita del PIL in termini reali è aumentata dello 0,8 per cento sul periodo precedente, trainata dal vigore degli investimenti nelle scorte, mentre è proseguita la moderazione della domanda interna. Gli indicatori recenti segnalano una crescita modesta della spesa per consumi, in parte riconducibile all'inasprimento delle condizioni finanziarie nell'ultimo anno. Inoltre, l'attività nel settore degli immobili residenziali continua a indebolirsi, soprattutto per effetto dell'aumento dei tassi sui mutui ipotecari. I più elevati tassi di interesse e la più lenta crescita del prodotto sembrano gravare anche sugli investimenti fissi lordi delle imprese. In prospettiva, il perdurante rallentamento della domanda interna indica una crescita debole nella prima metà dell'anno, seppure a fronte di una moderazione dell'inflazione e di robusti mercati del lavoro. Nonostante tale rallentamento, le condizioni sul mercato del lavoro si confermano molto tese, con scarsi segnali di allentamento, e la crescita dei salari nominali permane elevata, avvalorando la tesi secondo cui l'inflazione negli Stati Uniti potrebbe essere più persistente di quanto previsto. A febbraio 2023 l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 6,0 per cento a causa del calo dei prezzi dei beni alimentari ed energetici e quella di fondo si è contratta

lievemente, collocandosi al 5,5 per cento. Sebbene le tensioni nei mercati finanziari innescate dai fallimenti bancari possano gravare ulteriormente sulla crescita dell'economia statunitense, il loro impatto resta ampiamente incerto.

#### **In Cina la ripresa dalle recenti difficoltà connesse alla pandemia è ben avviata.**

Nel quarto trimestre del 2022 la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è rimasta invariata dopo l'improvvisa decisione delle autorità di abbandonare la strategia dinamica di tolleranza zero nei confronti del COVID-19, che ha inizialmente determinato un forte aumento dei tassi di contagio. Tuttavia, con il progressivo esaurirsi di quell'ondata di contagi, già nel primo trimestre del 2023 l'attività economica dovrebbe segnare una ripresa, che dovrebbe rafforzarsi a partire dal trimestre successivo con l'attenuarsi delle limitazioni connesse alla pandemia. Tale ipotesi è sostenuta dal marcato aumento della mobilità e del traffico intenso osservato nelle principali città, sebbene altri indicatori per il monitoraggio dell'attività economica, come quelli relativi ai prezzi del carbone e alla qualità dell'aria, abbiano finora registrato un rialzo più moderato. Anche il turismo cinese in uscita starebbe segnando un recupero. Nel contempo, la ripresa del settore immobiliare è soltanto modesta. Le ragioni sono rintracciabili nel perdurare degli effetti della pandemia sulla propensione agli acquisti di importo elevato e nel protrarsi delle percezioni negative circa la solidità finanziaria degli operatori privati del settore immobiliare. In tale contesto, le prospettive di crescita per la Cina sono state riviste al rialzo per il 2023 e dovrebbero raggiungere tassi medi di espansione prossimi all'obiettivo "del 5 per cento circa" recentemente annunciato dal governo. Le pressioni inflazionistiche rimangono moderate e non dovrebbero aumentare in misura significativa con la riapertura delle attività economiche.

#### **In Giappone la crescita del PIL in termini reali è rimasta invariata nel quarto trimestre del 2022, in un contesto caratterizzato dalla relativa debolezza della domanda interna.**

Tale risultato è stato più debole del previsto, a fronte dell'aspettativa, in generale, di una ripresa più dinamica data la contrazione della crescita osservata nel terzo trimestre. Secondo le proiezioni, per il 2023, l'attività economica dovrebbe aumentare gradualmente, favorita dalla domanda repressa, dalla riapertura delle attività economiche in Cina e dal protrarsi del sostegno monetario e di bilancio. A gennaio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita al 4,3 per cento. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe segnare una moderazione, per via degli effetti base favorevoli connessi ai rincari dei beni energetici e alimentari registrati lo scorso anno e dell'estensione dei sussidi energetici erogati dal governo.

#### **Nel Regno Unito l'attività economica dovrebbe confermarsi debole nella prima metà del 2023.**

Dopo che l'economia aveva a stento evitato una recessione tecnica alla fine del 2022, al volgere dell'anno la dinamica della crescita è stata negativa. Ciò, unitamente a valori modesti degli indicatori di breve periodo, suggerisce che la crescita potrebbe tornare negativa nel primo trimestre, in quanto tali indicatori ne segnalano una protratta debolezza e le famiglie continuano a essere interessate dal calo dei salari reali e dall'inasprimento delle condizioni finanziarie. A gennaio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 10,1 per cento, di riflesso ai più bassi prezzi del carburante, e quella di fondo ha mostrato i primi

segnali di moderazione grazie alla minore inflazione nei servizi alberghieri. Tuttavia, tenuto conto delle condizioni ancora tese nel mercato del lavoro e del vigoroso aumento dei salari, le pressioni inflazionistiche dovrebbero essere più persistenti anche nell'economia del Regno Unito, malgrado la debolezza della crescita.

*Nel 2022 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto del 3,5 per cento e per la fine dell'anno si è collocato su un livello del 2,4 per cento superiore a quello precedente la pandemia. Tale risultato ha celato, tuttavia, un significativo rallentamento dell'attività nella seconda metà dell'anno, rispecchiando l'esaurirsi di fattori che nei mesi precedenti erano stati di stimolo all'economia, in particolare la forte ripresa della domanda di servizi ad alta intensità di contatti dopo l'allentamento delle restrizioni dovute al COVID-19. Inoltre, i rincari dei prezzi dei beni energetici hanno avuto un impatto negativo sulla spesa e la produzione. L'attività economica nell'area dell'euro ha ristagnato nell'ultimo trimestre del 2022, come risultato di fattori di segno opposto. Mentre l'interscambio netto ha avuto un forte impatto positivo sulla crescita, tutte le componenti della domanda interna privata hanno subito una contrazione, in un contesto caratterizzato da una diminuzione del reddito disponibile reale, da una persistente incertezza e da condizioni di finanziamento più restrittive. I dati ricavati dalle indagini più recenti segnalano un lieve aumento dell'attività e della fiducia, lasciando attendere l'inizio di un percorso di graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro per la prima parte del 2023. Nei prossimi trimestri fonti energetiche più sicure, prezzi dell'energia significativamente inferiori, l'alleviarsi delle criticità legate alle catene di approvvigionamento e il sostegno pubblico dovrebbero continuare a dare un po' di sollievo a famiglie e industrie. Nel medio periodo un mercato del lavoro solido, un miglioramento della fiducia e una ripresa dei redditi reali dovrebbero sostenere un recupero della crescita del PIL dell'area dell'euro, ma ci si attende che il graduale irrigidimento delle condizioni di finanziamento eserciti un effetto frenante sull'attività.*

*Questa valutazione trova ampio riscontro nello scenario di base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2023 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro. Si prevede che il tasso annuo di crescita del PIL in termini reali rallenti all'1,0 per cento nel 2023, per poi salire all'1,6 nel 2024 e nel 2025. Rispetto all'esercizio di dicembre 2022 condotto dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, le prospettive sono state riviste al rialzo di 0,5 punti percentuali per il 2023 e al ribasso di 0,3 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente, per il 2024 e il 2025. Poiché le proiezioni sono state ultimate agli inizi di marzo, prima delle recenti tensioni emerse nei mercati finanziari, tali prospettive sono caratterizzate da ulteriore incertezza.*

#### **Nel quarto trimestre del 2022 l'attività dell'area dell'euro ha ristagnato.**

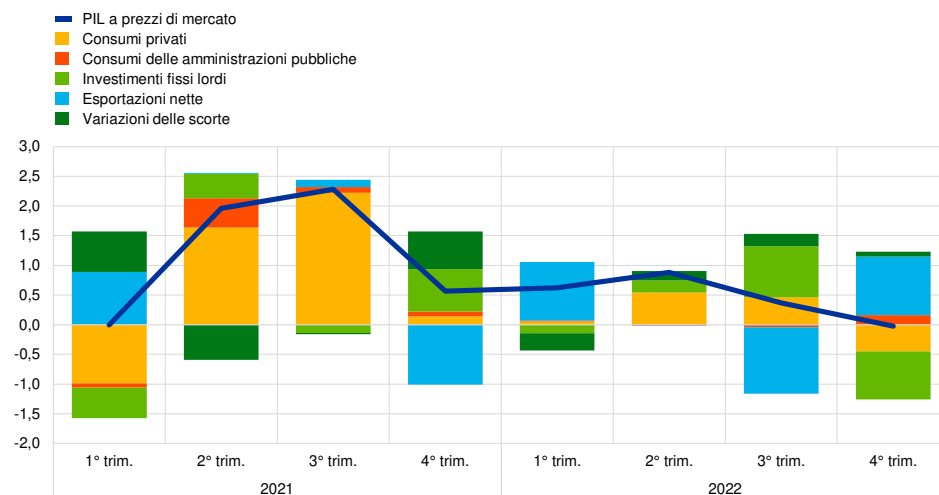
La scomposizione della spesa mostra un contributo fortemente negativo della domanda interna, a causa della marcata diminuzione sia dei consumi privati sia degli investimenti (cfr. il grafico 4). Tuttavia, ciò è stato compensato da un contributo positivo dell'interscambio netto, dovuto alla debolezza delle esportazioni e al calo delle importazioni. Mentre la dinamica degli investimenti e delle importazioni nell'ultimo trimestre del 2022 ha risentito degli andamenti volatili in Irlanda, la contrazione della domanda interna privata suggerisce un profilo di fondo della crescita molto debole alla fine dell'anno. Quest'ultimo dato trimestrale ha portato la crescita annua del PIL in termini reali dell'area dell'euro al 3,5 per cento nel 2022,

con un effetto di trascinamento stimato allo 0,4 per cento nel 2023, lievemente inferiore alla media storica.

#### Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

#### Nel primo trimestre del 2023 la crescita attesa del PIL dell'area dell'euro sarebbe di nuovo lievemente positiva, sulla scorta di segnali contrastanti provenienti dagli indicatori economici più recenti.

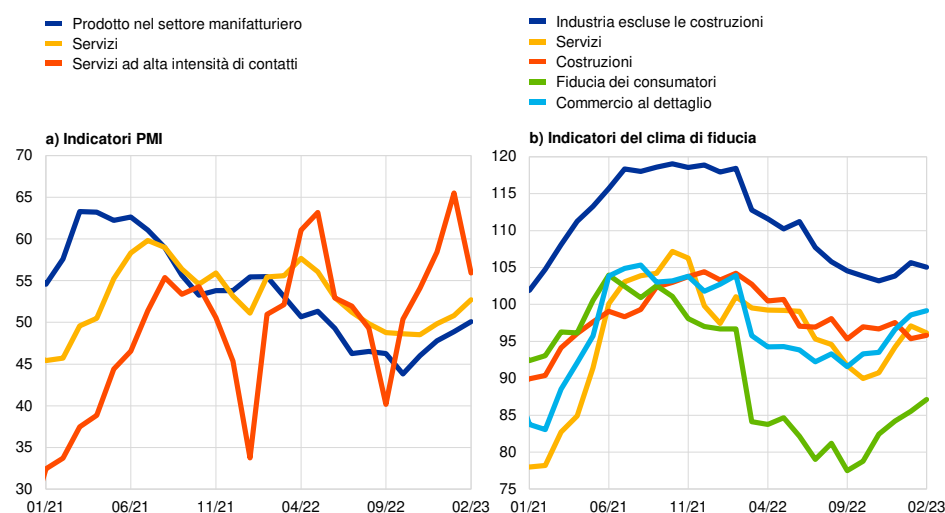
I dati ricavati dalle indagini più recenti suggeriscono che l'economia dell'area dell'euro potrebbe aver registrato una modesta espansione nel primo trimestre dell'anno. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro è aumentato ulteriormente a febbraio, raggiungendo un valore senza precedenti negli ultimi nove mesi e mostrandosi ora in linea con la sua media di lungo periodo. Tale ripresa è stata trainata principalmente dall'attività delle imprese nel settore dei servizi (cfr. il pannello a) del grafico 5). Il vigore persistente osservato all'inizio del 2023 nell'attività dei servizi ad alta intensità di contatti lascia dedurre che gli effetti della riapertura dell'economia siano parzialmente duraturi. L'indice relativo alla produzione manifatturiera è salito al di sopra di 50 in febbraio, segnalando una crescita per la prima volta da maggio 2022. L'industria manifatturiera ha beneficiato di un miglioramento delle criticità lungo la filiera produttiva, come mostra il forte calo dell'indicatore dei tempi di consegna dei fornitori registrato a febbraio. Ciò nonostante, le deboli condizioni della domanda hanno continuato a pesare sulla produzione manifatturiera, che di recente dipende soprattutto da ordini arretrati.

**Agli inizi del 2023 sia il settore manifatturiero sia quello dei servizi sembrano essere stati sostenuti dal continuo miglioramento del clima di fiducia, ma non è chiaro in che misura le recenti tensioni nei mercati finanziari potrebbero in futuro esercitare un freno su di esso.** L'indice del clima di fiducia (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea si è mantenuto sostanzialmente stabile a febbraio, dopo il notevole miglioramento registrato nel mese precedente, ma si colloca tuttora su livelli storicamente bassi. Tale stabilità

cela inoltre una lieve inversione di tendenza del clima di fiducia nell'industria e nei servizi, compensata solo dal miglioramento osservato nei settori delle costruzioni e del commercio al dettaglio (cfr. il pannello b) del grafico 5). A febbraio la fiducia dei consumatori ha proseguito il suo percorso di ripresa, registrando un aumento per il quarto mese consecutivo, anche se l'indice rimane ben al di sotto della sua media di lungo periodo e del livello raggiunto prima della guerra in Ucraina. I risultati delle indagini mostrano inoltre che negli ultimi mesi le famiglie hanno iniziato a nutrire meno timori riguardo agli elevati prezzi dell'energia e a manifestare meno incertezze in merito alla propria situazione finanziaria. Ciò alimenta segnali di una graduale ripresa nella spesa per consumi, nonostante il probabile impatto negativo dell'inflazione ancora elevata e dei tassi di interesse in aumento, nonché delle recenti tensioni sui mercati finanziari.

**Grafico 5**  
Indicatori ricavati dalle indagini in diversi settori dell'economia

(pannello di sinistra: saldi percentuali; pannello di destra: saldi percentuali, febbraio 2020=100)



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

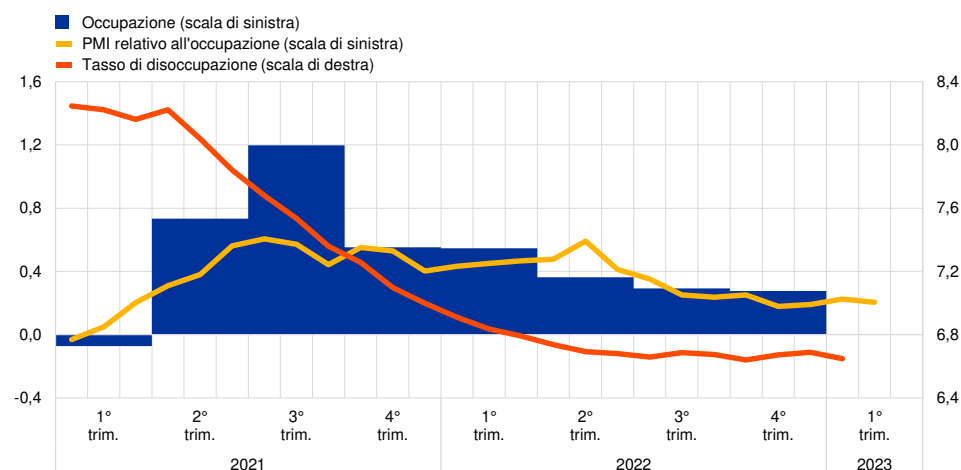
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023 per la voce "Servizi ad alta intensità di contatti" e a febbraio 2023 per tutte le altre voci.

**Il mercato del lavoro si è mantenuto in fase espansiva nel quarto trimestre del 2022 e ha continuato a mostrare capacità di tenuta alla stagnazione della crescita del PIL.** Nel quarto trimestre del 2022 l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento e le ore lavorate totali dello 0,4 per cento. Dal quarto trimestre del 2019 l'occupazione è aumentata del 2,3 per cento e le ore lavorate totali dello 0,6 per cento (cfr. il grafico 6), pari a una diminuzione dell'1,7 per cento della media delle ore lavorate. Tale calo è in parte connesso alla forte creazione di occupazione osservata dal quarto trimestre del 2019 nel settore pubblico, che registra una media di ore lavorate inferiore rispetto al totale dell'economia. Le forze di lavoro sono aumentate in misura significativa, rispetto al quarto trimestre del 2019. Il tasso di disoccupazione a gennaio era pari al 6,6 per cento, mantenutosi sostanzialmente stabile da aprile 2022. La domanda di lavoro si conferma solida, con il tasso di posti vacanti stabile al 3,2 per cento, il livello più alto dell'intera serie storica e più elevato di un punto percentuale rispetto al quarto trimestre del 2019.

## Grafico 6

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022 per l'occupazione, a febbraio 2023 per il PMI relativo all'occupazione e a gennaio 2023 per il tasso di disoccupazione.

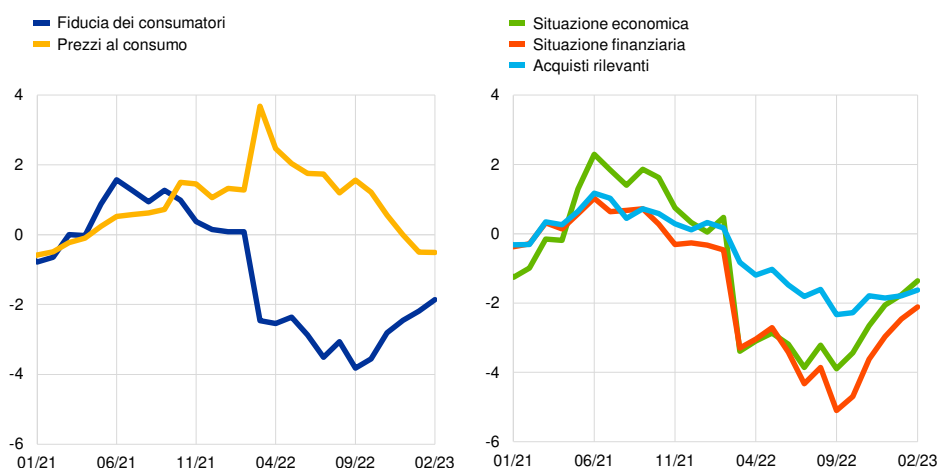
**Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro continuano a segnalare una crescita dell'occupazione nel primo trimestre del 2023.** L'indicatore mensile PMI composito relativo all'occupazione è sceso a 52,0 a febbraio, dal 52,3 di gennaio, rimanendo al di sopra del valore soglia di 50 che indica un'espansione dell'occupazione. Questo indicatore è in territorio di crescita da febbraio 2021, ma è diminuito in misura significativa a partire da maggio 2022, suggerendo una decelerazione della crescita dell'occupazione. Esaminando le dinamiche nei diversi settori, tale indicatore segnala una protratta crescita dell'occupazione nel settore industriale e in quello dei servizi e una sostanziale stabilizzazione nel settore delle costruzioni.

**I consumi privati hanno subito una contrazione nel quarto trimestre dello scorso anno, a seguito della diminuzione del reddito disponibile reale e del prolungarsi dell'incertezza.** Nonostante gli effetti favorevoli di un mercato del lavoro che mostra ancora capacità di tenuta e del sostegno di bilancio, i livelli elevati dell'inflazione hanno avuto un impatto negativo sul reddito disponibile reale nell'ultimo trimestre del 2022. In tale contesto, dopo tre trimestri di dinamica positiva, i consumi privati si sono contratti dello 0,9 per cento nell'ultimo trimestre del 2022, riflettendo andamenti divergenti nelle singole componenti. I consumi di beni non durevoli hanno subito una brusca contrazione alla fine dello scorso anno, analogamente agli andamenti delle vendite al dettaglio (-1,1 per cento sul periodo precedente nel quarto trimestre del 2022). La spesa per servizi è diminuita in misura marginale, in parte ancora grazie ai benefici derivanti dagli effetti persistenti della riapertura delle attività. Per contro, i consumi di beni durevoli hanno continuato ad aumentare per il secondo trimestre consecutivo per l'allentamento delle interruzioni dal lato dell'offerta nel settore dei veicoli e per gli incentivi pubblici per l'acquisto di veicoli completamente elettrici o ibridi plug-in in Germania. Di riflesso, le

immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dell'8,0 per cento nel quarto trimestre dello scorso anno, per poi registrare, tuttavia, una nuova flessione del 7,1 per cento sul mese precedente a gennaio, a causa della scadenza di tali incentivi. Malgrado persistano fattori sfavorevoli, i dati più recenti mostrano alcuni segnali di una graduale ripresa nella spesa per consumi nella prima metà del 2023. A gennaio le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,3 per cento sul mese precedente e le famiglie hanno rivisto al ribasso le proprie aspettative di inflazione nei mesi recenti (cfr. il pannello di sinistra del grafico 7), manifestando al contempo meno incertezze in merito alla propria situazione finanziaria. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha continuato a recuperare a febbraio, sostenuto principalmente dal miglioramento delle aspettative circa le prospettive economiche generali e le condizioni finanziarie delle famiglie (cfr. il pannello di destra del grafico 7). Anche le ultime indagini della Commissione presso i consumatori e le imprese indicano che la domanda attesa di servizi di alloggio, ristorazione e viaggio è ulteriormente aumentata a febbraio, accompagnandosi al continuo miglioramento delle aspettative dei venditori al dettaglio circa la domanda futura. Anche l'utilizzo dei risparmi dovrebbe contribuire, in qualche misura, a distribuire uniformemente i consumi, a fronte della debolezza del reddito disponibile reale, nonostante il costo opportunità di detenere riserve di denaro in un contesto di tassi di interesse in aumento e dell'attuale inasprimento delle condizioni di concessione di prestiti alle famiglie.

## Grafico 7 Aspettative delle famiglie

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Commissione europea (Direzione generale degli Affari economici e finanziari) ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023.

### Nel quarto trimestre del 2022 gli investimenti delle imprese hanno subito una contrazione e ci si attende che restino deboli per la prima metà del 2023.

Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (che rappresentano la misura più vicina agli investimenti delle imprese nelle contabilità nazionali) sono diminuiti drasticamente nell'ultimo trimestre del 2022, del 5,8 per cento sul periodo precedente, dopo una revisione al rialzo dell'8,4 per cento della crescita relativa al terzo trimestre. Tuttavia, la forte volatilità osservata in questi trimestri è da ricondursi

principalmente a un nuovo episodio di irregolarità negli andamenti degli investimenti in proprietà intellettuale, soprattutto per il settore delle multinazionali irlandesi<sup>2</sup>. Al netto di questa componente volatile, gli investimenti delle imprese si sono contratti dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre, dopo essere cresciuti dell'1,9 per cento nel precedente periodo. La diminuzione registrata nel quarto trimestre è stata determinata da una marcata contrazione nel settore dei macchinari e delle attrezzature, in cui si è verificato un brusco crollo degli investimenti in macchinari sia di trasporto sia non di trasporto e attrezzature. I dati più recenti riferiti al primo trimestre del 2023 suggeriscono che tale debolezza degli investimenti delle imprese perdurerà nei prossimi mesi, a causa dell'elevata incertezza che permane, degli ordini contenuti e dell'aumento dei costi di finanziamento. L'indicatore PMI relativo al prodotto per il settore dei beni di investimento è risalito, tornando in territorio di crescita a febbraio e portando la media trimestrale al di sopra della soglia teorica di crescita nulla per la prima volta dal secondo trimestre del 2022, mentre anche l'attività inevasa nel settore sembra essere migliorata dopo il netto calo dell'ultimo trimestre dello stesso anno. Tuttavia, la stessa fonte suggerisce che la quantità di nuovi ordinativi nel settore resta in territorio negativo, mentre il grado di utilizzo della capacità produttiva continua a scendere in misura marcata dall'estate. L'indicatore del clima di fiducia nell'industria per il settore dei beni di investimento elaborato dalla Commissione europea per febbraio 2023 è rimasto di circa un'intera deviazione standard al di sotto del livello raggiunto prima dell'invasione russa in Ucraina, mentre anche l'indice economico complessivo Sentix, più ampio e basato sugli investitori, rimane ben al di sotto della sua media di lungo periodo. Unitamente al forte aumento dei costi di finanziamento, tali segnali, che continuano a essere contrastanti, suggeriscono si possa prevedere che nei prossimi trimestri gli investimenti delle imprese restino deboli.

**Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un significativo calo nel quarto trimestre del 2022 ed è probabile una loro ulteriore contrazione nel breve periodo.** Nel quarto trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,6 per cento, dopo aver segnato un calo dell'1,1 per cento, sul periodo precedente, nel terzo trimestre. Il prodotto nel settore delle costruzioni è rimasto sostanzialmente invariato in media nel quarto trimestre, ma è diminuito bruscamente a dicembre, suggerendo un punto di partenza debole per il primo trimestre del 2023. Inoltre, l'indicatore della Commissione relativo all'attività nel settore delle costruzioni negli ultimi tre mesi è diminuito in misura marcata in media, a gennaio e febbraio, rispetto alla media del quarto trimestre. A ciò si aggiunge la permanenza del PMI per le costruzioni residenziali in territorio negativo, malgrado un lieve miglioramento. I vincoli dal lato dell'offerta sembrano in fase di graduale, ulteriore allentamento. Secondo l'indagine mensile della Commissione sui limiti alla produzione nel comparto delle costruzioni, a gennaio e febbraio si è osservato un continuo calo della quota di imprese del settore che segnalano carenze di materiali e/o macchinari, analogamente alla percentuale che indica una carenza di

<sup>2</sup> Occasionalmente l'elevata volatilità statistica degli investimenti immateriali in Irlanda incide in misura notevole sulla dinamica degli investimenti nell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 1 "Investimenti diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti" all'interno dell'articolo 1 [La ripresa degli investimenti delle imprese: determinanti, opportunità, sfide e rischi](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

manodopera, che è rimasta comunque su un livello elevato. Tuttavia, la quota di dirigenti che hanno indicato una domanda insufficiente quale fattore che limita l'attività edilizia è nuovamente aumentata rispetto alla media del quarto trimestre, segnalando una domanda più debole. Queste informazioni sono in linea con i bassi livelli della componente del PMI per il settore delle costruzioni relativa ai nuovi ordinativi, sebbene le intenzioni a breve termine delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione si siano stabilizzate. Nel complesso, l'indebolimento della domanda nel settore dell'edilizia residenziale probabilmente si intensificherà ulteriormente, inserendosi in un contesto caratterizzato da un significativo deterioramento delle condizioni di finanziamento e da costi di costruzione notevolmente più elevati, e in futuro graverà ancora sugli investimenti nello stesso comparto.

**La crescita del volume delle esportazioni dell'area dell'euro ha continuato a essere contenuta intorno al volgere dell'anno, a causa della debolezza della domanda estera mondiale.** Le stime iniziali segnalano per dicembre una crescita modesta delle esportazioni di beni in termini reali sul periodo precedente, a causa di un indebolimento della domanda estera mondiale. Allo stesso tempo, i dati mensili segnalano un brusco calo della produzione nei settori energivori (come quello chimico), a indicare che, nonostante le recenti riduzioni dei prezzi dell'energia, gli effetti dei costi ancora elevati dei beni energetici continuano a pesare sulle prospettive di produzione ed esportazione. Con la contrazione del volume delle importazioni, l'interscambio netto ha contribuito positivamente alla crescita del PIL nel quarto trimestre. Il calo dei prezzi dei beni energetici è stato altresì alla base di un ulteriore miglioramento delle ragioni di scambio dell'area dell'euro, che ha contribuito a una netta ripresa del conto corrente nel quarto trimestre del 2022. Gli indicatori prospettici nel breve termine continuano a segnalare debolezza nel volume di esportazioni dell'area dell'euro. Nel contempo, i tempi di consegna dei fornitori si sono ridotti a febbraio, fattore che dovrebbe attenuare le circostanze sfavorevoli per il commercio nell'area<sup>3</sup>. Anche la riapertura delle attività economiche in Cina dovrebbe sostenere le esportazioni di beni e servizi dell'area dell'euro, compreso il turismo, sebbene si preveda un impatto complessivo modesto. Il PMI relativo ai nuovi ordinativi nel settore turistico ha segnato una forte ripresa a gennaio e febbraio.

**Oltre il breve periodo la crescita del PIL dovrebbe gradualmente rafforzarsi con l'attenuarsi dell'incertezza e l'aumento dei redditi reali, nonostante l'inasprimento delle condizioni di finanziamento.** Nei prossimi trimestri fonti energetiche più sicure, prezzi dell'energia significativamente inferiori, l'alleviarsi delle criticità legate alle catene di approvvigionamento e il sostegno pubblico dovrebbero continuare a dare un po' di sollievo a famiglie e industrie a elevata intensità di energia. La produzione industriale dovrebbe aumentare con l'ulteriore miglioramento delle condizioni dell'offerta, il continuo rafforzamento del clima di fiducia e lo smaltimento dei numerosi ordini inevasi da parte delle imprese. L'incremento delle retribuzioni e il calo delle quotazioni energetiche dovrebbero compensare in parte la perdita di potere di acquisto che molte famiglie avvertono per

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro 4 *Catene globali del valore e pandemia: l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta* in questo numero del Bollettino.

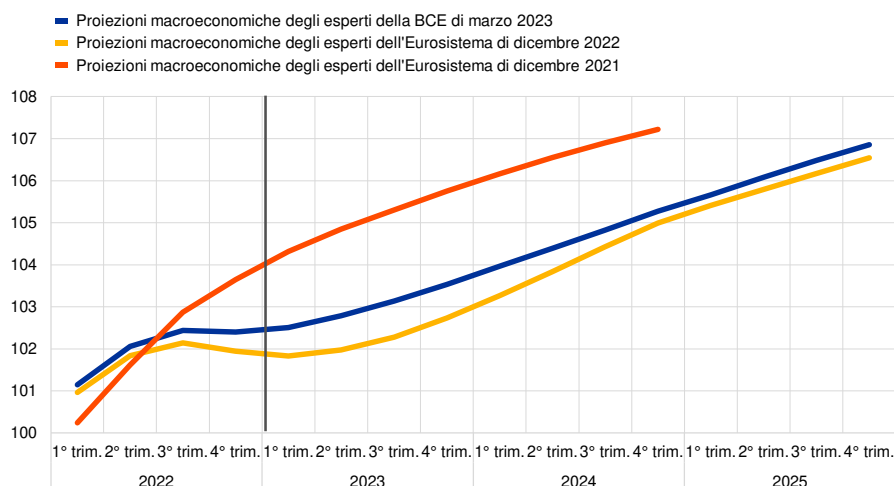
effetto dell'inflazione elevata. Ciò, a sua volta, sosterrà la spesa per consumi. Nel medio periodo un mercato del lavoro solido, un miglioramento della fiducia e una ripresa dei redditi reali dovrebbero sostenere un recupero della crescita del PIL dell'area dell'euro, ma ci si attende che il graduale irrigidimento delle condizioni di finanziamento eserciti un effetto frenante sull'attività.

Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023 prevedono che la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenti all'1,0 per cento nel 2023, per poi risalire all'1,6 per cento nel 2024 e 2025 (cfr. il grafico 8). Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, il tasso di crescita del PIL in termini reali è stato rivisto verso l'alto di 0,5 punti percentuali per il 2023 e verso il basso di 0,3 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente, per il 2024 e il 2025. Poiché le proiezioni sono state ultimate agli inizi di marzo, prima delle recenti tensioni emerse nei mercati finanziari, tali prospettive sono caratterizzate da ulteriore incertezza.

### Grafico 8

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

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



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

## 3 Prezzi e costi

*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro è scesa all'8,5 per cento a febbraio, principalmente per effetto di un nuovo brusco calo dei prezzi dell'energia. Tuttavia, l'inflazione dei beni alimentari e quella misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari sono ulteriormente aumentate, in un contesto in cui i rincari passati dei beni energetici e di altri input, nonché l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta e della riapertura dell'economia si trasmettono ancora, con ritardo, ai prezzi al consumo. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023, l'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi in media al 5,3 per cento nel 2023, riflettendo in larga misura gli effetti base negativi relativi alla componente energetica, il calo dei prezzi dell'energia e l'allentamento delle pressioni all'origine<sup>4</sup>. Per il resto dell'orizzonte temporale di proiezione, l'inflazione dovrebbe diminuire ulteriormente al 2,9 per cento nel 2024 e al 2,1 per cento nel 2025. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe collocarsi al 4,6 per cento nel 2023, ovvero su un livello più elevato di quello atteso nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022. In seguito, dovrebbe scendere al 2,5 per cento nel 2024 e al 2,2 per cento nel 2025. Le pressioni salariali si sono rafforzate e la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca attualmente intorno al 2 per cento, benché queste richiedano un continuo monitoraggio, in particolare alla luce della volatilità recente delle aspettative di inflazione desunte dai mercati.*

**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata dallo IAPC ha subito un ulteriore lieve calo, all'8,5 per cento a febbraio, dall'8,6 di gennaio.**

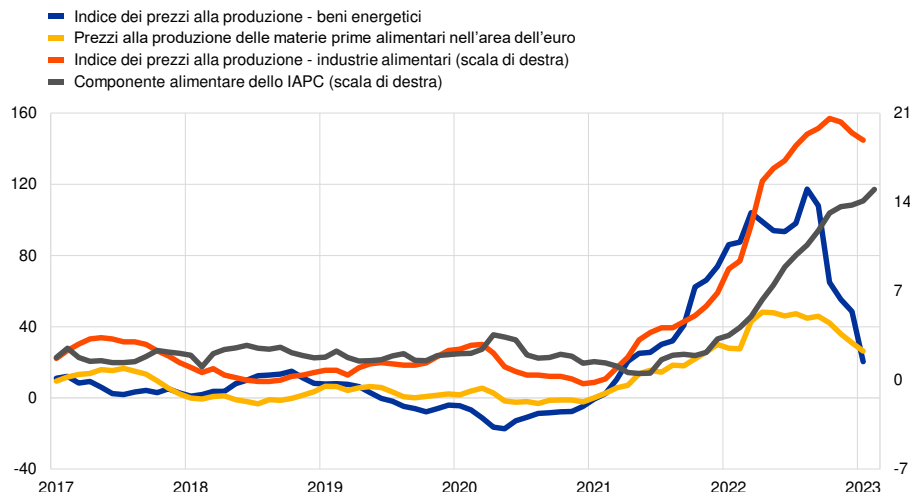
Tale calo è stato determinato dal tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici (13,7 per cento a febbraio, dal 18,9 di gennaio), mentre i tassi di inflazione di tutte le altre componenti sono aumentati. L'ulteriore aumento dell'inflazione dei beni alimentari, pari al 15 per cento a febbraio, dal 14,1 per cento di gennaio, ha rispecchiato un ulteriore rafforzamento del tasso di inflazione sui dodici mesi sia dei prodotti alimentari trasformati sia di quelli freschi, ma in particolare per questi ultimi. La vigorosa dinamica dei prezzi dei beni alimentari continua a riflettere gli effetti ritardati dei passati rincari delle materie prime alimentari a livello mondiale e dei costi legati all'energia a partire dalla metà del 2021. Tuttavia, la moderazione di indicatori quali i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro segnala, in prospettiva, la possibile normalizzazione dell'inflazione dei beni alimentari (cfr. il grafico 9).

<sup>4</sup> Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2023 sono state finalizzate a inizio marzo mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 febbraio 2023.

## Grafico 9

### Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 (stima preliminare) per la componente alimentare dello IAPC e a gennaio 2023 per le voci restanti.

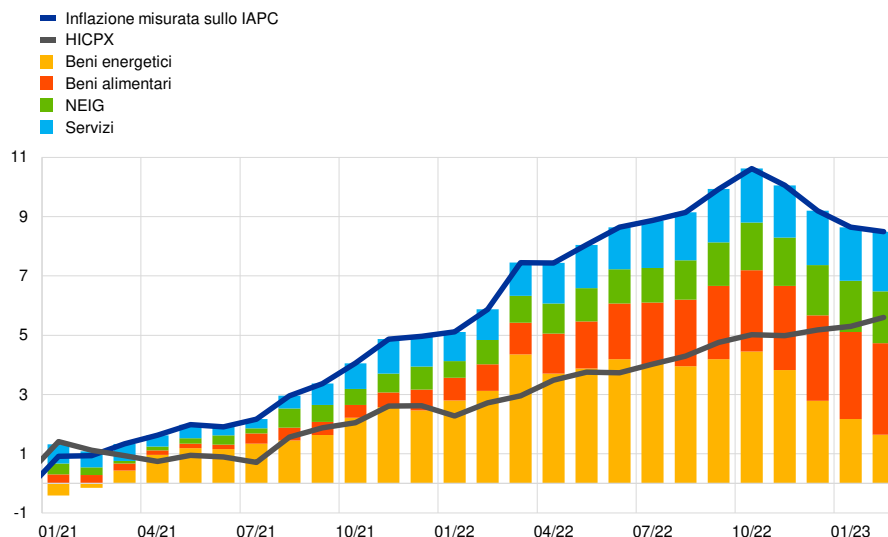
**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è salita ulteriormente, al 5,6 per cento a febbraio, dal 5,3 di gennaio, sospinta dall'inflazione sia dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG), sia dei servizi (cfr. il grafico 10).** La persistenza di

questa dinamica vigorosa e l'ulteriore aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici continuano a riflettere le pressioni inflazionistiche accumulate a causa delle pregresse strozzature dal lato dell'offerta e degli elevati costi dell'energia. L'inflazione dei servizi è aumentata notevolmente, salendo al 4,8 per cento a febbraio, dal 4,4 di gennaio, con i prezzi nei settori ad alta intensità di contatti, ad esempio dei pacchetti vacanze, che hanno probabilmente continuato a rappresentare una determinante fondamentale. Ciò è in linea con le pressioni dal lato della domanda dopo la riapertura dell'economia e, poiché la maggior parte di tali servizi è anche a elevata intensità di energia, è probabile che i rincari dei beni energetici dalla metà del 2021 abbiano generato ulteriori pressioni al rialzo sui costi che si stanno ancora trasmettendo.

## Grafico 10

### Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. L'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 (stima preliminare).

### Le diverse misure dell'inflazione di fondo si sono confermate su livelli elevati e hanno continuato a fornire segnali contrastanti (cfr. il grafico 11)<sup>5</sup>.

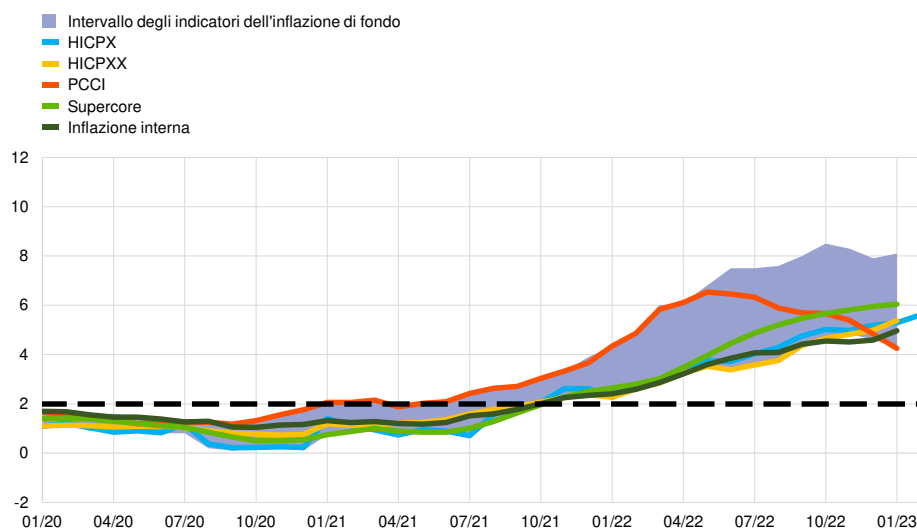
Mentre l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX) è aumentata ulteriormente a febbraio, altri indicatori dell'inflazione di fondo, attualmente disponibili solo fino a gennaio 2023, hanno fornito segnali contrastanti. L'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, e l'indicatore dell'inflazione interna, che comprende voci dello IAPC con un contenuto di importazioni inferiore, hanno continuato ad aumentare fino a gennaio. Per contro, negli ultimi mesi fino a gennaio, il tasso di variazione della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata sui modelli è diminuito (sia includendo sia escludendo le componenti energetiche). Tale andamento al ribasso è in linea con le indicazioni di un rallentamento dell'HICPX, in un contesto in cui le variazioni sui tre mesi precedenti, a partire da novembre 2022, sono inferiori rispetto ai mesi antecedenti.

<sup>5</sup> Per un'analisi dettagliata delle misure dell'inflazione di fondo, cfr. "Inflation Diagnostics", *Il Blog della BCE*.

## Grafico 11

### Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

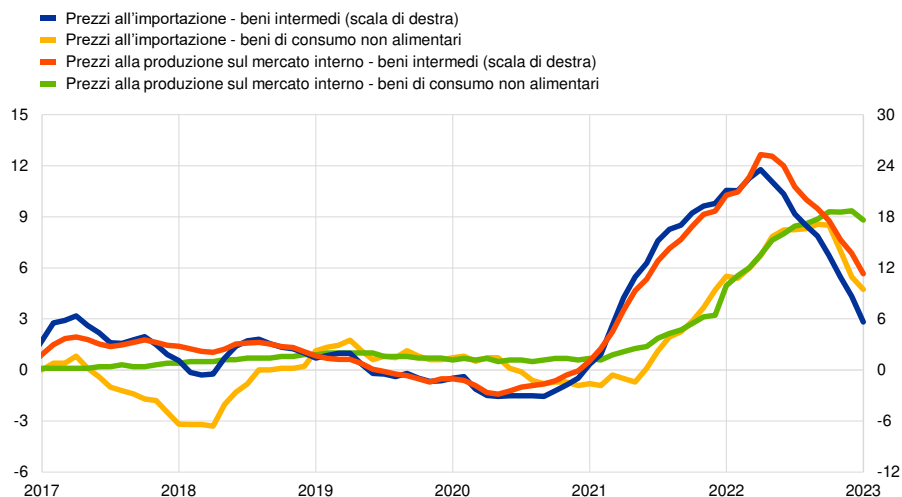
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento, componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) e Supercore. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 (stima preliminare) per l'HICPX e a gennaio 2023 per le voci restanti.

**Le spinte inflazionistiche sui beni di consumo sono rimaste vigorose, nonostante un lieve allentamento nella catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 12).** Le pressioni inflazionistiche accumulate dalle strozzature dal lato dell'offerta e dagli elevati prezzi dell'energia continuano a esercitare un effetto, sostenendo il tasso persistentemente elevato dell'inflazione dei beni industriali non energetici, pari al 6,8 per cento a febbraio 2023, in rialzo dal 6,7 per cento del mese precedente. I dati relativi ai prezzi alla produzione di gennaio 2023 hanno evidenziato pressioni inflazionistiche ancora intense, soprattutto negli ultimi stadi della catena di formazione dei prezzi. Nel contempo, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è sceso all'8,8 per cento a gennaio 2023 dal 9,4 di dicembre 2022, mostrando timidi segnali di allentamento. La crescita dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari ha continuato a diminuire, facilitata dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, e si è collocata al 4,7 per cento a gennaio 2023, dal 5,5 del mese precedente. Nello stesso periodo il calo del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni intermedi è stato più marcato, rispettivamente dall'8,6 al 5,6 per cento e dal 13,7 all'11,3 per cento. Ciò indica un certo allentamento delle pressioni lungo la catena di formazione dei prezzi.

## Grafico 12

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

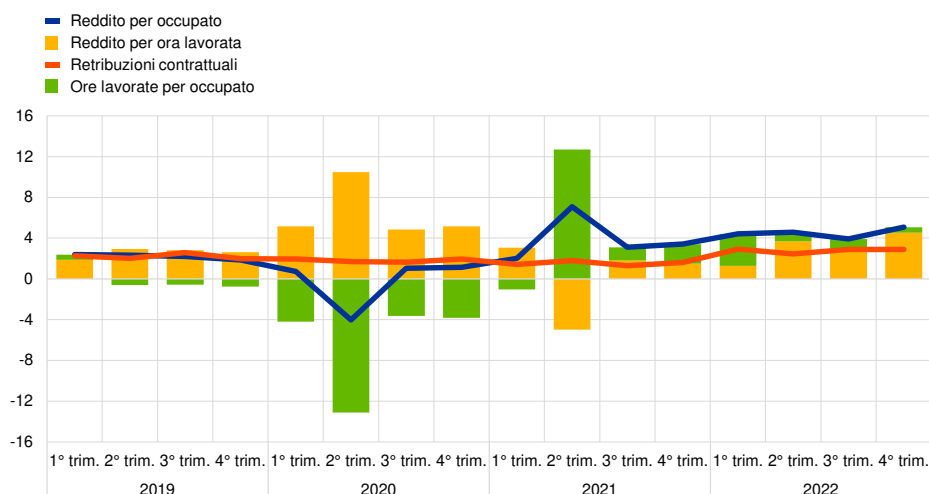
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

**La dinamica salariale si è rafforzata alla fine del 2022.** Mentre la crescita delle retribuzioni contrattuali è solo gradualmente salita fino al 3,0 per cento nel quarto trimestre del 2022, la dinamica dei salari effettivi, misurata dal reddito per occupato e dal reddito per ora lavorata, si è notevolmente rafforzata (cfr. il grafico 13). I dati di contabilità nazionale indicano che la crescita sul periodo corrispondente del reddito per occupato nell'area dell'euro è salita al 5,1 per cento nel quarto trimestre del 2022 (dal 3,9 per cento nel trimestre precedente), sospinta in larga misura dalla maggiore crescita nel settore dei servizi non di mercato. Anche la variazione dei redditi per ora lavorata è aumentata nel quarto trimestre del 2022, raggiungendo il 4,5 per cento sul periodo corrispondente, dal 3,0 per cento del trimestre precedente. Gli elevati tassi di inflazione al consumo osservati alla fine del 2022 implicano che, in termini reali, i salari medi per occupato e per ora lavorata hanno continuato a diminuire nel quarto trimestre del 2022. Le informazioni desunte dalle trattative salariali concluse tra la fine del 2022 e gli inizi del 2023 suggeriscono che il rafforzamento della crescita dei salari nominali è destinato a proseguire.

### Grafico 13

#### Scomposizione del reddito per occupato in reddito per ora lavorata e ore lavorate per occupato

(variazioni percentuali annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

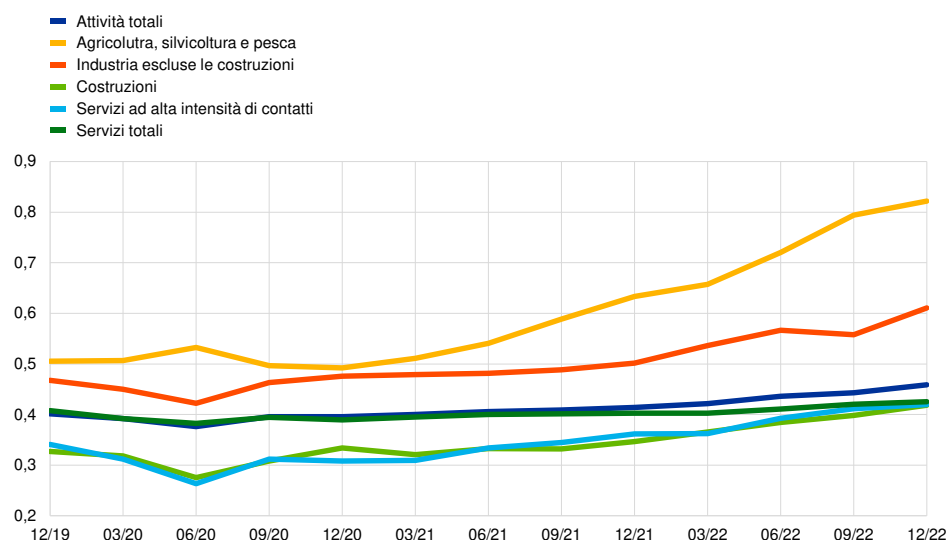
#### Le pressioni interne sui prezzi hanno continuato ad aumentare per effetto sia del costo del lavoro sia degli andamenti dei margini di profitto.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL è salito al 5,8 per cento nel quarto trimestre del 2022, dal 4,6 nel trimestre precedente, sospinto sia dal costo del lavoro sia dagli utili. Tra il terzo e il quarto trimestre del 2022, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è salita dal 3,2 al 4,7 per cento, mentre la crescita sui dodici mesi degli profitti unitari (misurati dal margine operativo lordo) ha registrato un marcato incremento dal 7,4 al 9,4 per cento. Nel complesso, i profitti unitari hanno contribuito per oltre la metà alla crescita delle pressioni domestiche sui prezzi nel quarto trimestre del 2022. Il contesto, caratterizzato da squilibri tra domanda e offerta in molti settori, da forti pressioni sui prezzi degli input e da un'inflazione generalmente elevata, sembra aver favorito un aumento dei margini di profitto che vanno al di là di un mero recupero dei costi degli input. Nel 2022 i robusti andamenti dei profitti unitari, con qualche eterogeneità, sono osservabili in tutti i principali settori economici e, diversamente dal periodo della pandemia, sono diventati più evidenti anche nei settori dei servizi ad alta intensità di contatti (cfr. il grafico 14).

## Grafico 14

### Andamento dei profitti unitari settoriali

(margine operativo lordo sul valore aggiunto reale, livelli)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: per ciascun settore, i profitti per unità di prodotto sono calcolati come margine operativo lordo sul valore aggiunto in termini reali. Il margine operativo lordo è stimato come differenza tra il valore aggiunto e i redditi da lavoro dipendente. Tali redditi includono una stima del reddito da lavoro autonomo, nell'ipotesi che i redditi da lavoro pro capite dei lavoratori autonomi siano gli stessi di quelli dei lavoratori dipendenti. I servizi ad alta intensità di contatti comprendono il commercio, i trasporti, i servizi alberghieri e di ristorazione, nonché le attività artistiche, di intrattenimento, ricreative e altri servizi. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2022.

### Evidenze desunte dalle indagini e dai mercati mostrano che i previsori continuano ad attendersi un calo dell'inflazione, con aspettative a più lungo termine attorno all'obiettivo del 2,0 per cento fissato dalla BCE (cfr. il grafico 15).

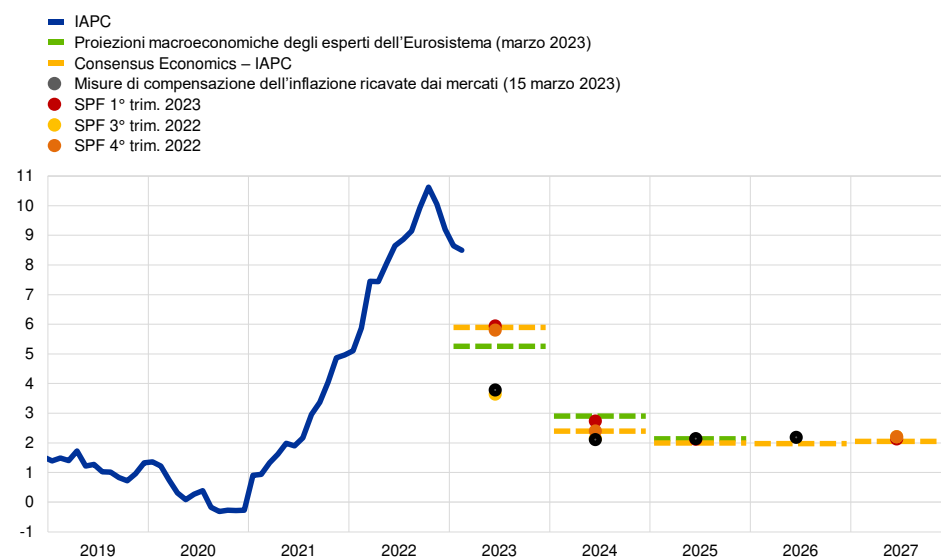
Nell'ultima indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta a gennaio 2023, le aspettative di inflazione per l'anno in corso sono state riviste lievemente al rialzo, di 0,14 punti percentuali, fino al 5,9 per cento. Le aspettative di inflazione a lungo termine per il 2027, contenute in questa indagine, sono risultate lievemente inferiori, al 2,1 per cento (dal 2,2 per cento) per lo IAPC e al 2,0 per cento (dal 2,1 per cento) per l'HICPX. Le aspettative di inflazione mediane a lungo termine per il 2026, riportate nell'indagine condotta a febbraio 2023 dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), sono rimaste invariate al 2,0 per cento, in linea con le ultime edizioni di altre indagini (2,0 per cento per il 2027 nell'indagine di febbraio 2023 di Consensus Economics). Secondo l'ultima indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, dello scorso gennaio, le aspettative di inflazione media/mediana su un orizzonte di tre anni sono diminuite sensibilmente al 3,8/2,5 per cento, dal 4,6/3,0 per cento dell'edizione precedente. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei prezzi del tabacco) il 15 marzo 2023 indicano che l'inflazione nell'area dell'euro diminuirà nel 2023, attestandosi al 3,8 per cento a dicembre. Nel corso del 2024 le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati suggeriscono che l'inflazione si avvicinerà al 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine hanno registrato una moderata crescita nel periodo in esame, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale che si è collocato al 2,35 per cento il 15 marzo 2023. È importante tuttavia notare che le misure di

compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto incorporano premi per il rischio volti a compensare l'incertezza legata all'inflazione. Per contro, le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle indagini, che non integrano i premi per il rischio di inflazione, si sono mostrate relativamente stabili attorno al 2,0 per cento. Questa relativa stabilità suggerisce che l'attuale volatilità delle misure a lungo termine ricavate dai mercati riflette prevalentemente variazioni dei premi per il rischio di inflazione.

### Grafico 15

#### Indicatori delle aspettative di inflazione desunti dalle indagini e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) (primo trimestre del 2023), Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2023 ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo SPF indica l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF). Le serie relative alle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono basate 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. A causa del ritardo di indicizzazione, l'ultimo tasso di inflazione a pronti a un anno disponibile rappresenta la compensazione dell'inflazione tra dicembre 2022 e dicembre 2023. Anche i tassi di inflazione a termine mostrano il tasso di inflazione di dicembre rispetto all'anno precedente. L'ultima osservazione relativa allo IAPC si riferisce a febbraio 2023 (stima preliminare). Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2023 sono state finalizzate a inizio marzo mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 febbraio 2023. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a gennaio 2023. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 15 marzo 2023. L'indagine SPF relativa al primo trimestre del 2023 è stata condotta tra il 6 e il 12 gennaio 2023.

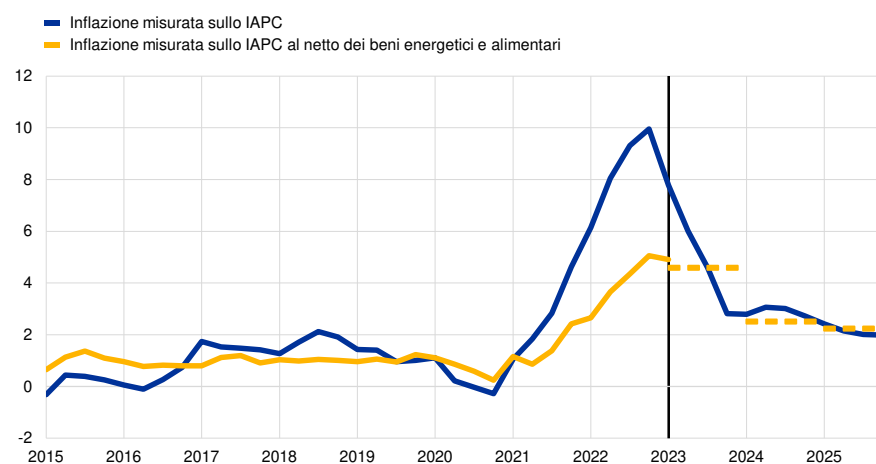
**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva si manterrà elevata nel breve periodo, collocandosi, in media, al 5,3 per cento nel 2023, per poi scendere al 2,9 per cento nel 2024 e al 2,1 del 2025 (cfr. il grafico 16).** Ci si attende che l'inflazione complessiva diminuisca considerevolmente nel corso del 2023, come conseguenza degli effetti base al ribasso connessi all'energia, della flessione dei corsi dei beni energetici e dell'attenuazione delle pressioni all'origine. Nello scenario di base delle proiezioni l'inflazione complessiva diminuirebbe dal 10,0 per cento nel quarto trimestre del 2022 al 2,8 per cento nello stesso periodo del 2023; successivamente si attesterebbe attorno al 3,0 per cento nel 2024, per poi raggiungere l'obiettivo di inflazione della BCE del 2,0 per cento nel terzo trimestre

del 2025. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari dovrebbe attenuarsi con la graduale moderazione delle pressioni inflazionistiche (un andamento sorretto anche da recenti cali delle quotazioni energetiche) e la trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria all'economia, mentre la crescita salariale storicamente alta contribuirebbe a sostenere l'inflazione di fondo. L'atteso calo dal 4,6 per cento nel 2023 al 2,2 per cento nel 2025 fa seguito al venir meno degli effetti al rialzo esercitati dalle strozzature dal lato dell'offerta e dell'impatto della riapertura dell'economia, cui si aggiungono gli effetti ritardati dell'indebolimento della crescita e l'attenuazione degli effetti indiretti dell'aumento dei prezzi dell'energia. Da un confronto con le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso dicembre emerge che l'inflazione complessiva è stata rivista al ribasso per tutti gli anni dell'orizzonte temporale considerato (di 1,0, 0,5 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente, per il 2023, il 2024 e il 2025). La rilevante correzione al ribasso per il 2023 è stata principalmente riconducibile a un profilo più contenuto dell'inflazione dei beni energetici, mentre per il 2024 e il 2025 riflette anche una revisione al ribasso dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari di 0,3 e 0,2 punti percentuali, rispettivamente.

## Grafico 16

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: l'acronimo IAPC si riferisce all'indice armonizzato dei prezzi al consumo. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. La linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2023 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2025 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2023 sono state finalizzate a inizio marzo mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 15 febbraio 2023. Le serie storiche dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per lo IAPC e annuale per l'HICPX.

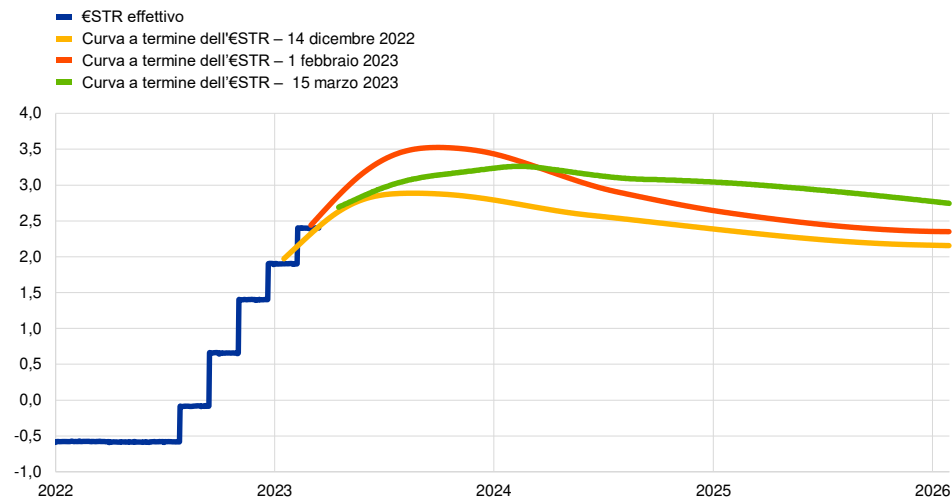
*Il periodo in esame, compreso tra il 15 dicembre 2022 e il 15 marzo 2023, ha evidenziato un andamento molto volatile nei mercati finanziari dell'area dell'euro ed è culminato in crescenti tensioni sui mercati e un'accresciuta incertezza, innescate dalle difficoltà incontrate da varie banche regionali statunitensi e da una grande istituzione finanziaria svizzera. Prima che i mercati fossero interessati da queste tensioni, i tassi di interesse a breve e lungo termine erano spinti verso l'alto principalmente dalle aspettative da parte del mercato circa una più pronunciata e duratura stretta in termini di politica monetaria, a fronte di pressioni di fondo ancora forti sui prezzi, nonostante la diminuzione dell'inflazione complessiva. Le aspettative su tali aumenti dei tassi si sono in gran parte attenuate dopo che gli operatori di mercato hanno riconsiderato l'orientamento futuro della politica monetaria, alla luce delle crescenti tensioni sui mercati e delle loro implicazioni per le prospettive di inflazione. Nel complesso, nell'intero periodo in esame, i tassi privi di rischio e i rendimenti obbligazionari a più lungo termine dell'area dell'euro sono aumentati solo lievemente. La vendita generalizzata di attività rischiose verso la fine del periodo in esame ha determinato un considerevole ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento e un forte calo dei corsi azionari, in particolare per le banche. Sui mercati dei cambi, nel periodo in esame, il valore dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato su base ponderata per l'interscambio.*

**Nel periodo in esame (dal 15 dicembre 2022 al 15 marzo 2023) i tassi privi di rischio a breve termine dell'area dell'euro sono aumentati in misura soltanto lieve, con le aspettative di mercato relative a un inasprimento più pronunciato della politica monetaria che verso la fine del periodo in esame si sono in gran parte attenuate, in un contesto caratterizzato da tensioni crescenti sui mercati finanziari.** L'andamento del tasso di riferimento a breve termine in euro (€STR) ha seguito da vicino le variazioni del tasso sui depositi presso la banca centrale, incrementato dal Consiglio direttivo di 50 punti base sia nella riunione di politica monetaria di dicembre (dall'1,5 al 2 per cento), sia in quella di febbraio (dal 2 al 2,5 per cento). Per gran parte del periodo in esame la curva a termine degli overnight index swap (OIS) basata sull'€STR è aumentata significativamente, riflettendo il consolidarsi delle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi, a fronte di prospettive di crescita più solide e di forti pressioni inflazionistiche di fondo. Tuttavia, intorno alla fine del periodo in esame, l'elevato livello di incertezza, innescata dalle difficoltà incontrate da alcune banche regionali con sede negli Stati Uniti e da Credit Suisse, hanno generato tensione anche nei mercati finanziari dell'area dell'euro. In tale contesto di elevata volatilità, la curva a termine dell'€STR si è spostata significativamente verso il basso nelle varie scadenze. Alla fine del periodo in esame, la collocazione del tasso massimo su un valore prossimo al 3,3 per cento agli inizi del 2024 (rispetto al massimo del 2,9 per cento individuato all'inizio del periodo) indicava al tempo stesso una riduzione a partire dal secondo trimestre del 2024. Nel complesso, nel periodo in esame la curva a termine dell'€STR si è spostata verso l'alto sulle diverse scadenze.

## Grafico 17

### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE

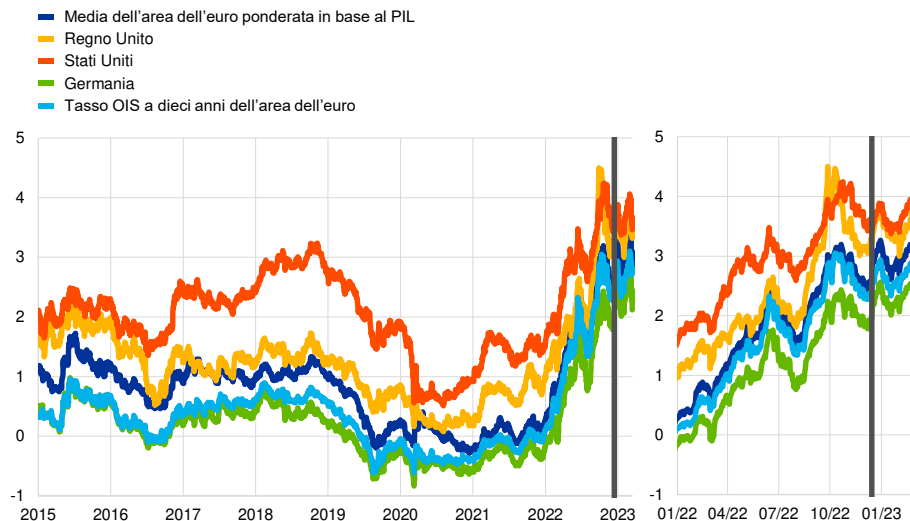
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno seguito i movimenti dei tassi privi di rischio e hanno risentito fortemente anche dell'elevato livello di incertezza (cfr. il grafico 18).** Nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono stati ampiamente influenzati dall'andamento dei tassi privi di rischio e soggetti a marcata volatilità. I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono rimasti sensibili alle notizie macroeconomiche più recenti, risentendo poi fortemente anche dell'accresciuta incertezza nei mercati finanziari, innescata dalle difficoltà di alcune banche statunitensi. Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha sostanzialmente ricalcato il tasso OIS a dieci anni dell'euro per gran parte del periodo, con andamenti per lo più analoghi a quelli dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni di Stati Uniti e Regno Unito. In presenza di oscillazioni di media intensità associate alle notizie macroeconomiche, il tasso OIS a dieci anni dell'euro e il tasso ponderato per il PIL sui titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono aumentati considerevolmente a partire dal 15 dicembre 2022, prima che gran parte di tale aumento rientrasse in concomitanza delle crescenti tensioni sui mercati alla fine del periodo in esame. L'acuirsi delle tensioni sui mercati ha determinato un calo più contenuto del tasso OIS a dieci anni rispetto al rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato a dieci anni; in particolare il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni tedeschi ha registrato una diminuzione. Nell'intero periodo in esame il tasso OIS a dieci anni e il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono aumentati rispettivamente di 31 e 7 punti base, raggiungendo il 2,76 e il 2,84 per cento.

## Grafico 18

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

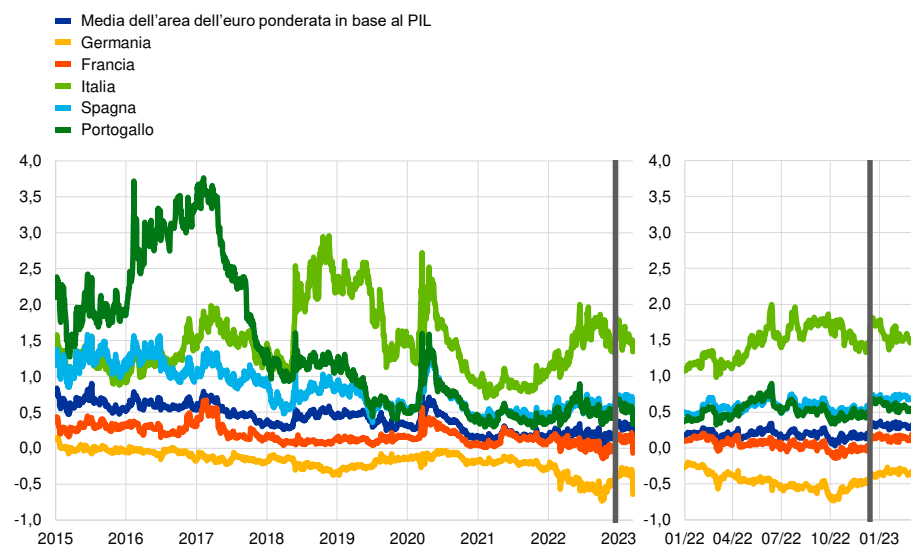
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 dicembre 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 marzo 2023.

**Per la maggior parte del periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno mostrato andamenti sostanzialmente in linea con i tassi privi di rischio; i differenziali sui titoli di Stato dei diversi paesi si sono assottigliati verso la fine del periodo (cfr. il grafico 19).** Mentre i tassi privi di rischio a lungo termine hanno evidenziato oscillazioni notevoli nel periodo in esame, il differenziale ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro rispetto al tasso OIS è rimasto relativamente stabile fino agli ultimi giorni del periodo di riferimento. Con l'acuirsi delle tensioni sui mercati, i corsi azionari delle banche europee sono calati e la propensione al rischio degli operatori di mercato è diminuita drasticamente, innescando un calo dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area rispetto ai tassi swap. Il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali ha chiuso il periodo di riferimento collocandosi 24 punti base al di sotto del livello di metà dicembre 2022. Tale calo ha rispecchiato una contrazione dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato nei vari paesi. Ad esempio, il differenziale sui titoli di Stato decennali italiani è sceso di 36 punti base, mentre l'analogo differenziale sui titoli greci e tedeschi è diminuito di 28 punti base.

### Grafico 19

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

(punti percentuali)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 dicembre 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 marzo 2023.

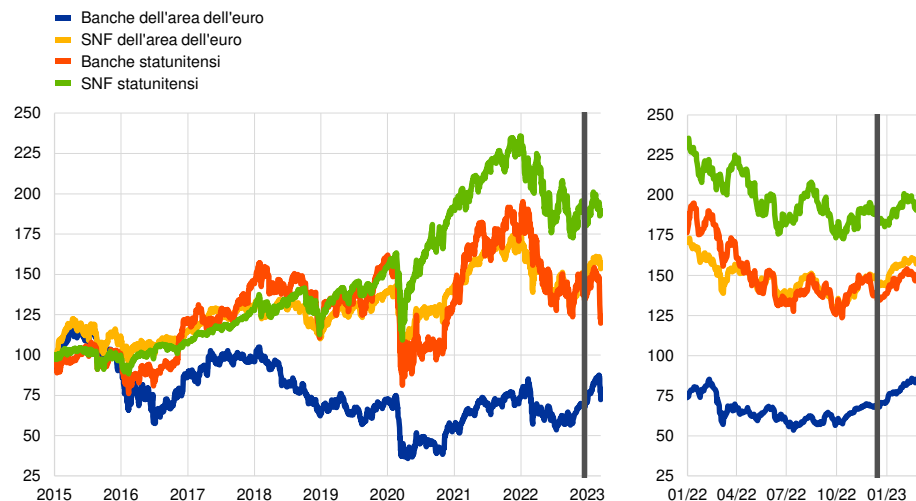
**Poiché la propensione al rischio è diminuita nell'ultima parte del periodo di riferimento, i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento sono aumentati significativamente e hanno chiuso il periodo in esame su livelli più elevati rispetto all'inizio dello stesso.** Sebbene i differenziali sulle obbligazioni societarie si siano contratti durante buona parte del periodo di riferimento, sulla scia del miglioramento delle prospettive macroeconomiche, l'improvviso calo della propensione al rischio alla fine del periodo si è tradotto in un notevole incremento dei differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento, che hanno concluso il periodo collocandosi 23 punti base sopra il livello di partenza. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame.

**In linea con questi andamenti, i corsi azionari europei hanno registrato un forte calo, in un contesto caratterizzato da un'ondata generalizzata di vendite di attività rischiose verso la fine del periodo in esame.** Per quanto generalizzato, il calo dei corsi azionari alla fine del periodo di riferimento si è rivelato particolarmente pronunciato per le azioni bancarie. Tuttavia, prima di tale contrazione, i corsi azionari dell'area dell'euro erano stati in rialzo, trainati soprattutto dal settore bancario, in un contesto caratterizzato da prospettive di crescita a breve termine più solide e da un rilevamento degli utili migliore del previsto nel quarto trimestre del 2022. Considerando l'intero periodo di riferimento, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) sono salite del 5,2 per cento nell'area dell'euro e dell'1,1 negli Stati Uniti. Per il settore bancario, l'indice ha guadagnato l'8,4 per cento nell'area dell'euro, mentre ha perso il 10,8 per cento negli Stati Uniti.

## Grafico 20

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

(indice: 1° gennaio 2015 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

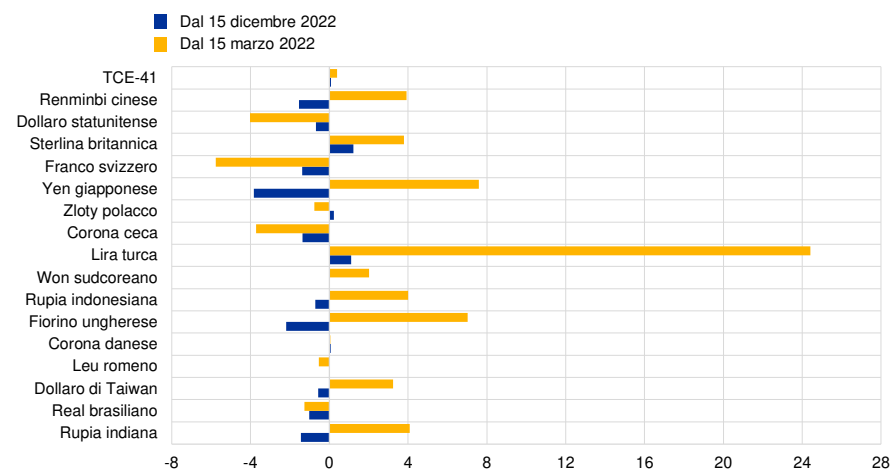
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (15 dicembre 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 marzo 2023.

**Sul mercato dei cambi, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 21).** Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,1 per cento. Per quanto riguarda i movimenti bilaterali dei tassi di cambio, l'euro si è deprezzato rispetto alla maggior parte delle principali valute, fra cui il dollaro statunitense (dello 0,7 per cento), il renminbi cinese (dell'1,5 per cento), lo yen giapponese (del 3,8 per cento) e il franco svizzero (dell'1,4 per cento). Allo stesso tempo, l'euro si è apprezzato sulla sterlina britannica (dell'1,2 per cento), nonché nei confronti di altre divise europee.

## Grafico 21

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 15 marzo 2023.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*A gennaio 2023 i tassi sui prestiti bancari sono ulteriormente aumentati, riflettendo i rialzi dei tassi di riferimento della BCE. In un contesto caratterizzato da tassi di interesse più elevati, domanda più debole e condizioni per la concessione del credito più restrittive, anche a gennaio i prestiti bancari a imprese e famiglie hanno registrato un'ulteriore moderazione. Nel periodo compreso tra il 15 dicembre 2022 e il 15 marzo 2023, il costo del capitale di rischio è significativamente diminuito, mentre è solo lievemente aumentato il costo dell'emissione di titoli di debito sul mercato. La crescita del volume totale del finanziamento esterno delle imprese ha registrato un marcato rallentamento. La dinamica monetaria ha subito una brusca moderazione, determinata dalle sue componenti più liquide e dal rallentamento della crescita del credito.*

### **A gennaio i costi di provvista delle banche dell'area dell'euro sono aumentati, di riflesso alle variazioni dei tassi di mercato e ai più elevati tassi sui depositi.**

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito delle banche dell'area dell'euro è ulteriormente salito, collocandosi sul livello più elevato mai registrato dal 2014 (cfr. il pannello a) del grafico 22). A gennaio i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono tornati a crescere, riprendendo la forte tendenza al rialzo iniziata lo scorso anno. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono aumentati di quasi 400 punti base tra gennaio 2022 e marzo 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 22). I tassi sui depositi sono lievemente cresciuti, passando allo 0,56 per cento a gennaio dallo 0,50 per cento di dicembre e portando l'aumento cumulato dall'inizio del 2022 a circa 50 punti base. Tale incremento è stato significativamente inferiore a quello di 300 punti base dei tassi di riferimento della BCE nello stesso periodo. Il lento aggiustamento dei tassi sui depositi alle variazioni dei tassi di riferimento e il conseguente ampliamento del differenziale tra le due tipologie di tasso è in linea con i profili osservati durante i precedenti cicli di rialzo dei tassi di interesse. Tale andamento riflette principalmente la tendenza della remunerazione dei depositi a vista, che costituiscono un'ampia quota della base di depositi delle banche, a essere meno reattiva agli aumenti dei tassi di riferimento rispetto alla remunerazione dei depositi a termine, che ha rispecchiato fedelmente le variazioni dei tassi di riferimento. Un motivo è rappresentato dal fatto che i depositi a vista offrono servizi di liquidità e di pagamento il cui prezzo, spesso, non è esplicitamente determinato. Anche la ricalibrazione dei termini e delle condizioni applicati alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III), entrata in vigore il 23 novembre 2022, ha contribuito alla normalizzazione dei costi complessivi della provvista bancaria<sup>6</sup>. Tra novembre 2022 e febbraio 2023 le banche hanno effettuato ingenti rimborsi (obbligatori e, in particolare, volontari) dei fondi presi in prestito nell'ambito delle OMRLT-III (896 miliardi di euro), riducendo gli importi in essere di circa il 42 per cento a seguito della ricalibrazione. Inoltre, dalla fine del 2021, le banche hanno incrementato l'emissione di obbligazioni, in un contesto caratterizzato dalla liquidazione delle OMRLT e dal rallentamento dei depositi. In termini di solidità dei bilanci, le banche dell'area dell'euro sono nel

<sup>6</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#) del 27 ottobre 2022.

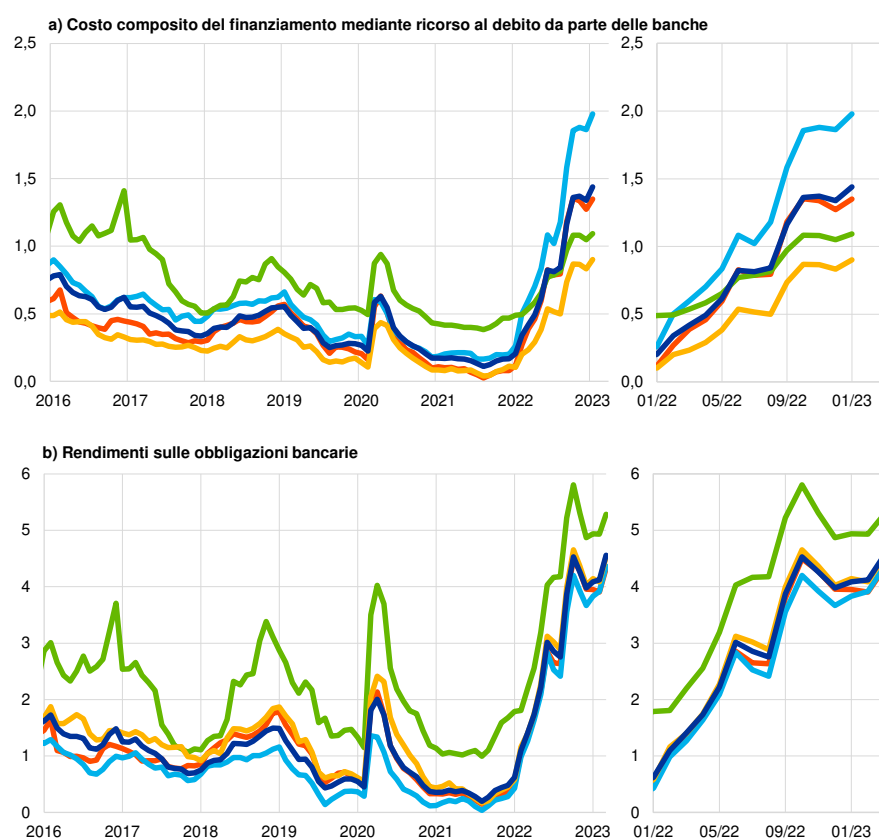
complesso ben capitalizzate, oltre i requisiti regolamentari e gli obiettivi patrimoniali, ma i rischi derivanti dall'indebolimento del contesto economico potrebbero peggiorare la qualità dei loro attivi e vi sono primi segnali di aumento del rischio di credito, come suggeriscono, ad esempio, gli andamenti dei crediti oggetto di un significativo deterioramento.

## Grafico 22

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni sui depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023 per i tassi compositi sulla provvista bancaria e al 15 marzo 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

### I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente aumentati a gennaio 2023, riflettendo l'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE.

Le variazioni delle misure di politica monetaria della BCE si stanno trasmettendo alle condizioni del credito bancario. Dall'inizio del 2022 l'aumento dei costi di provvista per le banche ha spinto bruscamente al rialzo i tassi sui prestiti in tutti i paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 23), mentre i criteri per la concessione del credito sono divenuti più rigidi. I tassi sui prestiti bancari alle società non finanziarie (SNF) sono saliti al 3,63 per cento a gennaio 2023, a fronte del 3,41 per

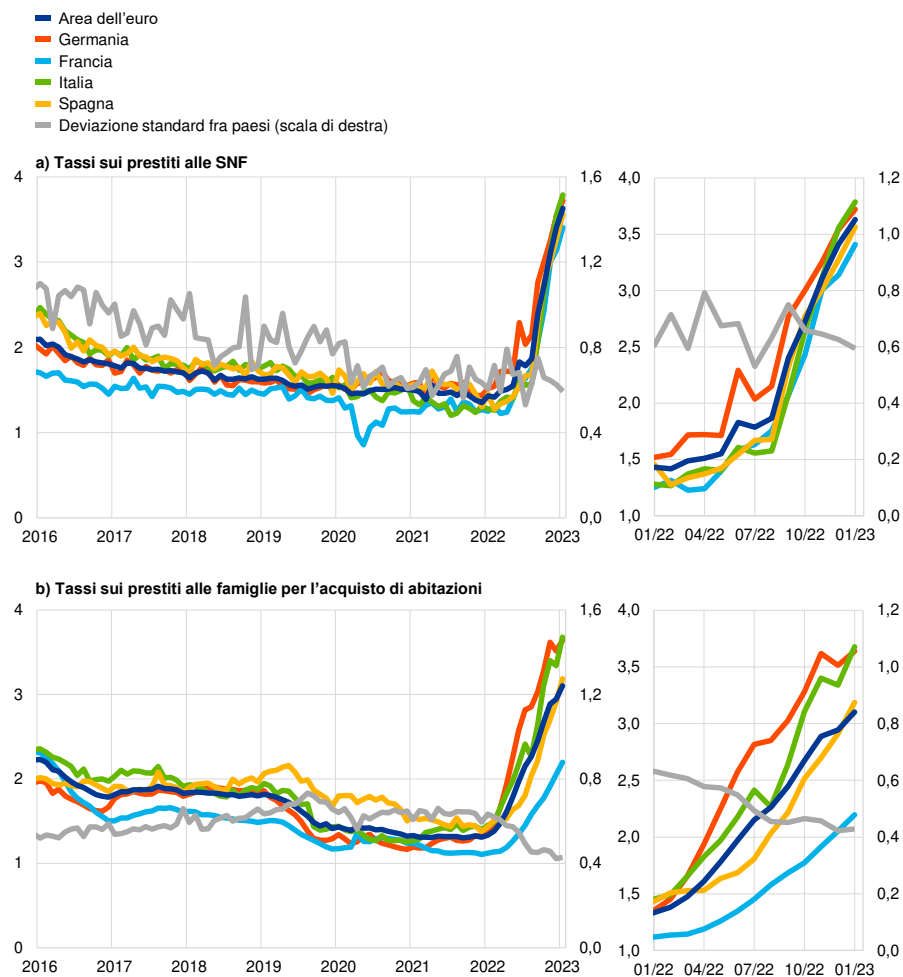
cento di dicembre 2022 e dell'1,43 per cento di un anno prima. Anche i tassi sui prestiti bancari alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 3,10 per cento a gennaio, a fronte del 2,94 per cento di dicembre e dell'1,33 per cento di un anno prima. Tali incrementi sono stati più rapidi rispetto ai precedenti cicli di rialzo, di riflesso principalmente al ritmo più sostenuto di innalzamento dei tassi di riferimento. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)) di gennaio 2023 indicano che questi ultimi si attendono un ulteriore aumento dei tassi sui mutui ipotecari nei prossimi dodici mesi, nonché maggiori difficoltà di accesso a tale forma di prestito.

Il differenziale di tasso di interesse tra i prestiti bancari di importo piccolo e grande si è lievemente ampliato a gennaio, di riflesso agli andamenti dei tassi applicati ai prestiti di importo contenuto, mantenendosi tuttavia prossimo al proprio minimo storico. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie è rimasta stabile, a indicare che la trasmissione dell'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE sta avvenendo in maniera ordinata (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 23).

## Grafico 23

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

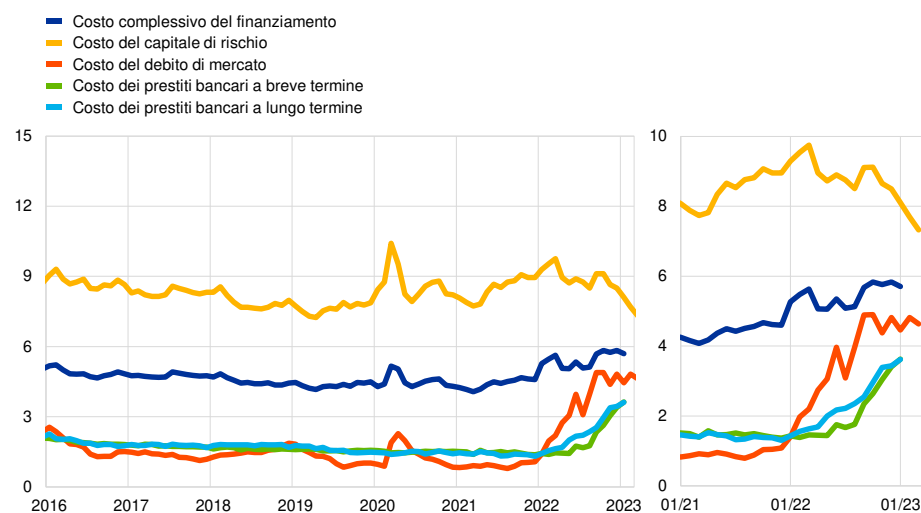
**Nel periodo compreso tra il 15 dicembre 2022 e il 15 marzo 2023 il costo del capitale di rischio per le SNF è considerevolmente diminuito, mentre è solo lievemente aumentato il costo dell'emissione di debito sul mercato.** A causa del ritardo con cui vengono resi disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, che include i costi dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, può essere calcolato solo fino a gennaio 2023, quando si è collocato al 5,7 per cento, livello inferiore di circa 15 punti base rispetto a quello del mese precedente (cfr. il grafico 24). Ciò è riconducibile a una diminuzione del costo sia del debito sul mercato, dovuto ai tassi privi di rischio più bassi e alla compressione dei differenziali sulle obbligazioni societarie, sia del finanziamento azionario, che ha più che compensato l'aumento del costo del debito bancario sia a breve sia a lungo termine. Sebbene sia lievemente diminuito rispetto al picco raggiunto a ottobre 2022, il costo complessivo del finanziamento a gennaio 2023 si è confermato prossimo agli elevati livelli osservati

l'ultima volta alla fine del 2011. Nel periodo in esame il costo del debito sul mercato è lievemente aumentato, a causa dell'incremento dei tassi privi di rischio, più pronunciato nel segmento a brevissimo termine della curva. Anche i differenziali sulle obbligazioni societarie nei segmenti ad alto rendimento sono aumentati, mentre quello sulle obbligazioni di tipo investment grade è rimasto sostanzialmente invariato. Il lieve aumento dei tassi privi di rischio, tuttavia, non ha compensato il brusco calo del premio per il rischio azionario, determinando così una flessione considerevole del costo del capitale di rischio.

## Grafico 24

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al **15 marzo 2023** per il costo del debito di mercato (media mensile di dati giornalieri), al **10 marzo 2023** per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e al **31 gennaio 2023** per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

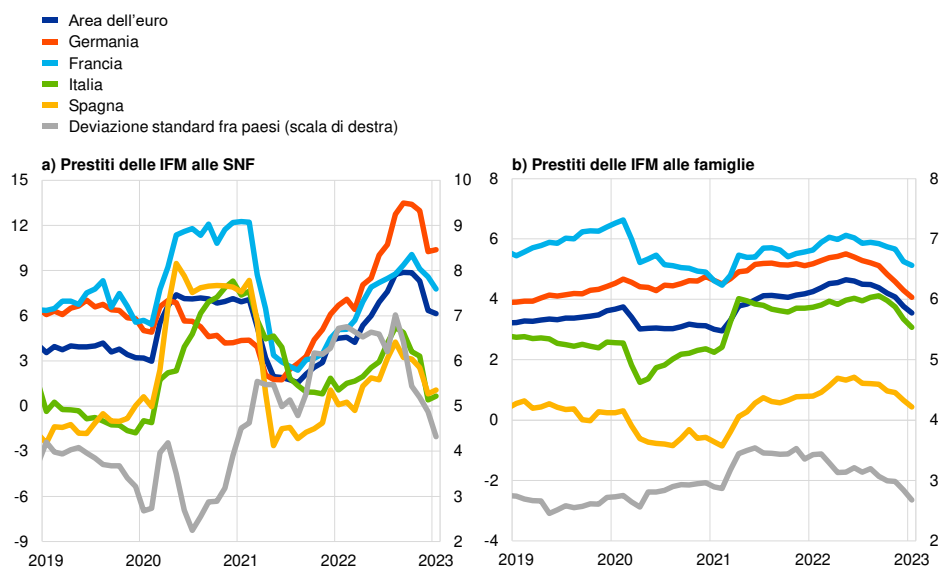
**Il credito bancario alle imprese e alle famiglie ha subito un ulteriore rallentamento a gennaio, in un contesto di tassi di interesse più elevati, di indebolimento della domanda e di irrigidimento dei criteri per la concessione del credito.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso al 6,1 per cento a gennaio, dal 6,3 di dicembre (cfr. il pannello a) del grafico 25). Tale rallentamento è stato generalizzato nelle maggiori economie e riflette l'aumento dei tassi di interesse, l'indebolimento della domanda e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito. In termini di scadenze, la contrazione è stata particolarmente evidente per i prestiti a breve termine legati ai maggiori costi del capitale circolante. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha registrato una moderazione, portandosi al 3,6 per cento a gennaio dal 3,8 di dicembre (cfr. il pannello b) del grafico 25). Sebbene tale andamento sia principalmente riconducibile al calo in atto della crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni, anche il credito al consumo e altre tipologie di finanziamento hanno contribuito in parte all'indebolimento dei prestiti alle famiglie. Le principali determinanti del rallentamento dell'indebitamento delle famiglie sono state l'aumento

dei tassi di interesse, l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito bancario e l'indebolimento della domanda di prestiti a seguito del deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e del basso livello di fiducia dei consumatori.

## Grafico 25

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

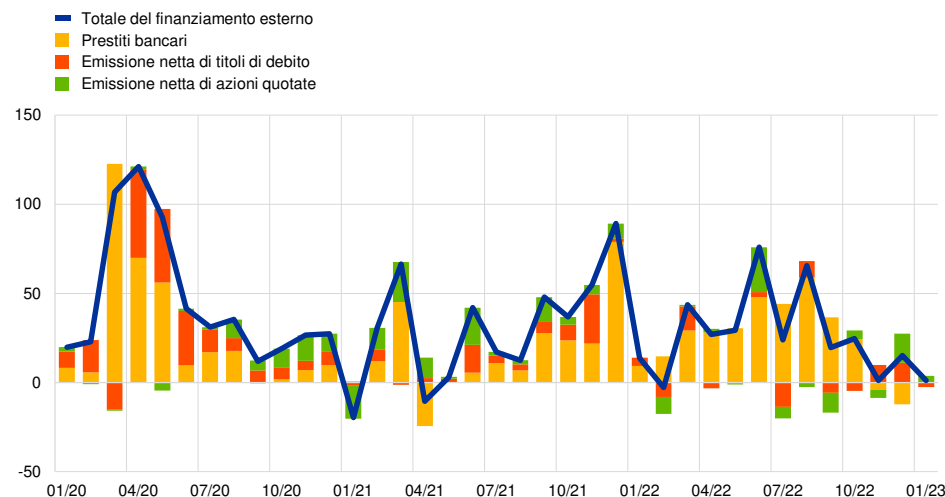
### L'espansione del volume totale del finanziamento esterno delle imprese ha registrato un significativo rallentamento, principalmente per effetto di un minore indebitamento bancario.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è sceso dal 3,2 per cento di ottobre al 2,3 di gennaio 2023, di riflesso al minore fabbisogno di finanziamento delle imprese dovuto al rallentamento dell'attività economica e all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito bancario (cfr. il grafico 26). L'emissione netta di titoli di debito è diventata negativa a gennaio, dopo due mesi di parziale ripresa. L'emissione di azioni quotate è stata complessivamente modesta, ma è tornata a crescere a dicembre, sospinta dalla ricapitalizzazione pubblica di una grande impresa appartenente a un settore energivoro.

## Grafico 26

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

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

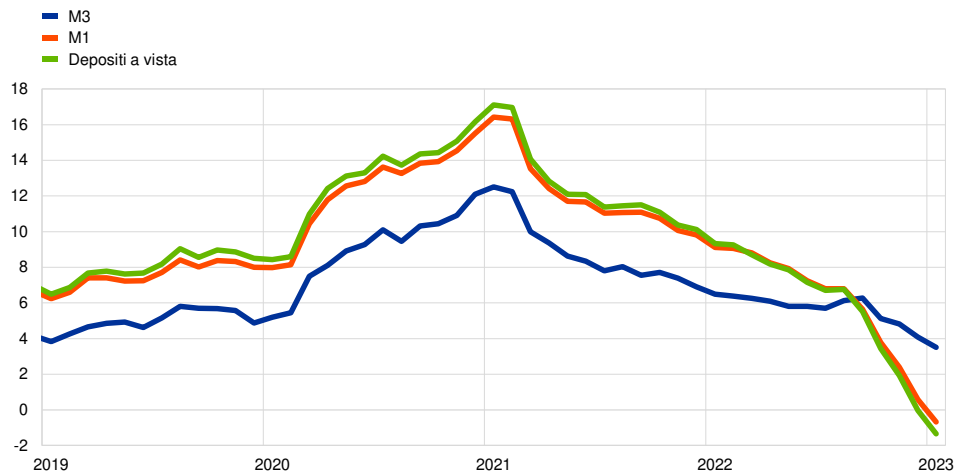
Note: il finanziamento netto esterno è pari alla somma di prestiti bancari (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni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

**La riallocazione dei fondi dai depositi a vista ai depositi a termine è proseguita a gennaio, in ragione delle variazioni nella remunerazione relativa di tali strumenti.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è divenuto negativo a gennaio, collocandosi al -1,3 per cento. Il brusco calo che sta interessando la crescita dei depositi a vista dal secondo trimestre del 2022 (cfr. il grafico 27) è riconducibile a una sostituzione su vasta scala di tali depositi con quelli a termine e a una minore crescita economica. Questa ricomposizione dei portafogli è stata innescata dalla remunerazione più elevata dei depositi a termine rispetto ai depositi a vista. Ciò è in linea con i profili storici durante i cicli di restrizione monetaria, in base ai quali la remunerazione dei depositi a vista si adegua lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento, mentre quella dei depositi a termine si adegua più rapidamente, implicando un ampliamento dei differenziali di interesse. Tuttavia, lo spostamento verso i depositi a termine nell'attuale ciclo restrittivo è più marcato che nei precedenti, poiché la quota dei depositi a vista era aumentata più del solito durante il periodo di bassi tassi di interesse, quando il costo-opportunità di detenere attività molto liquide era particolarmente basso.

## Grafico 27

### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2023.

#### **La dinamica monetaria ha subito una repentina moderazione nel quarto trimestre del 2022 e a gennaio 2023, guidata dalle sue componenti più liquide e dal rallentamento dell'espansione del credito.**

A gennaio la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è scesa al 3,5 per cento, dal 4,1 di dicembre (cfr. il grafico 27). La tendenza alla diminuzione ha continuato a essere determinata dal graduale venir meno degli acquisti netti di attività e delle OMRLT da parte dell'Eurosistema, dall'indebolimento della dinamica del credito in un contesto di tassi di interesse più elevati e dal progressivo spostamento delle banche verso fonti di finanziamento a più lungo termine. I deflussi monetari dall'area dell'euro verso il resto del mondo hanno frenato la crescita dell'aggregato monetario ampio, a gennaio, nel contesto delle vendite nette di titoli di Stato dell'area da parte di non residenti. Per quanto riguarda le componenti dell'aggregato monetario ampio, la crescita dell'aggregato ristretto M1 ha registrato un'ulteriore marcata flessione ed è divenuta negativa per la prima volta dall'avvio dell'Unione economica e monetaria, fornendo così un contributo negativo all'espansione di M3. Tale andamento è stato determinato anche dallo spostamento di fondi dai depositi a vista a quelli a termine, meglio remunerati nel contesto di tassi più elevati.

*Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro le prospettive per i conti pubblici continuano a migliorare, mentre il disavanzo e il rapporto debito pubblico/PIL si mantengono ben al di sopra dei livelli precedenti la pandemia. Secondo le proiezioni, il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL dell'area dell'euro dovrebbe ridursi al 3,4 per cento nel 2023, per poi scendere al 2,4 per cento nel 2024 e mantenersi stabile nel 2025. Le proiezioni indicano altresì che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe essere sostanzialmente neutrale nel 2023 e inasprirsi in maniera significativa nel 2024, per poi tornare su livelli neutri nel 2025. Il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dovrebbe scendere da un livello stimato al 91 per cento nel 2022 fino a circa l'87 per cento nel 2025. Le proiezioni sui conti pubblici, nello scenario di base, continuano a essere caratterizzate da un elevato grado di incertezza, soprattutto per quanto riguarda la portata degli interventi connessi all'energia, a fronte del recente calo dei prezzi di quest'ultima. Dal punto di vista delle politiche di bilancio, le misure di sostegno pubblico volte a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi dell'energia dovrebbero essere temporanee, mirate e modulate al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo energetico. Con il calo delle quotazioni dell'energia e l'attenuarsi dei rischi per le forniture, è importante avviare il rientro da tali misure in maniera tempestiva e coordinata. Misure di bilancio che disattendano questi principi potrebbero verosimilmente esacerbare le pressioni inflazionistiche, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più decisa. Nella stessa ottica, la dichiarazione dell'Eurogruppo pubblicata il 13 marzo 2023 invita gli Stati membri a proseguire, in assenza di nuovi shock ai prezzi, nella graduale revoca delle misure di sostegno adottate a seguito dei rincari dell'energia, contribuendo in tal modo a ridurre i disavanzi pubblici. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere la nostra economia più produttiva e ad abbassare gradualmente gli elevati livelli del debito pubblico. La riforma del quadro di governance economica dell'UE dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2023 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà nell'orizzonte temporale di proiezione<sup>7, 8</sup>.** Il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe scendere al 3,4 per cento del PIL nel 2023 e subire un calo più significativo nel 2024, al 2,4 per cento del PIL, per poi rimanere invariato nel 2025 (cfr. il grafico 28). Una riclassificazione statistica dalla contabilità di cassa alla contabilità per competenza dei crediti d'imposta relativi alle ristrutturazioni di immobili residenziali in Italia ha determinato significative revisioni del disavanzo atteso per l'area dell'euro. La previsione sul disavanzo è stata rivista al rialzo di circa 0,3 punti percentuali del PIL nel 2022 (portandosi al 3,7 per cento) e al ribasso di circa 0,1 punti percentuali per il resto dell'orizzonte temporale di

<sup>7</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2023](#) pubblicate sul sito della BCE il 16 marzo 2023.

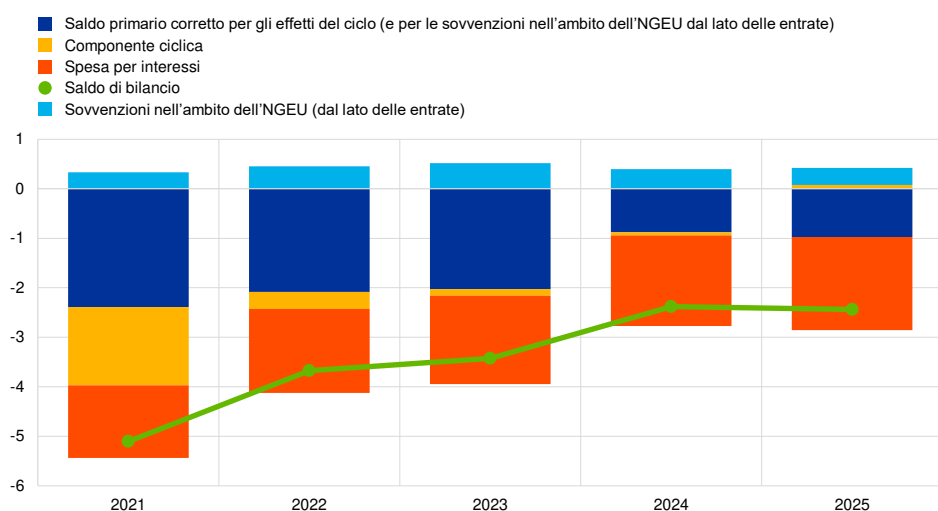
<sup>8</sup> I dati storici per l'Italia e per l'area dell'euro non possono essere rivisti finché non verrà resa disponibile l'intera serie di dati nell'ambito della notifica della procedura per i disavanzi eccessivi.

proiezione. Al netto della riclassificazione statistica in Italia, in assenza di importanti novità nei conti pubblici, le prospettive per il disavanzo dell'area dell'euro sono influenzate principalmente dal ridimensionamento, da parte dei governi, delle misure di sostegno introdotte in risposta alla crisi energetica e all'elevata inflazione. Attualmente si stima che, a livello dell'area dell'euro, tali misure ammontino all'1,8 per cento del PIL nel 2023, rispetto a oltre l'1,9 per cento indicato nelle proiezioni di dicembre, e allo 0,5 per cento del PIL nel 2024 (cfr. il riquadro 9).

## Grafico 28

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023.

Note: i dati si riferiscono al settore delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro in termini aggregati. Il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche e le relative componenti sono corretti per l'impatto stimato di una riclassificazione statistica in Italia nel periodo di proiezione di bilancio 2022-2025. Per i dati precedenti (2021), tale correzione sarà disponibile nel contesto delle notifiche all'Eurostat di aprile 2023 ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi e nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di giugno 2023 (entrambi di prossima pubblicazione).

**Si stima che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro sia sostanzialmente neutrale nel 2023 per poi inasprirsi significativamente nel 2024, prima di riportarsi su livelli neutri nel 2025<sup>9</sup>.** L'orientamento delle politiche di bilancio nel 2023 è neutrale: la prevista riduzione di parte della componente delle entrate non spiegata dall'andamento delle basi macroeconomiche del periodo 2021-2022 è sostanzialmente compensata da una lieve restrizione delle misure discrezionali complessive, che riflette la revoca di alcuni interventi di stimolo, adottati dai governi in risposta alla crisi pandemica, e la riclassificazione statistica in Italia. Nel 2024 l'orientamento dovrebbe inasprirsi in modo più significativo, principalmente per effetto della revoca di circa il 70 per cento delle misure di sostegno attuate dai governi dell'area dell'euro nel 2023 in risposta alla crisi energetica e all'inflazione. Anche il sostegno derivante dai fondi erogati nell'ambito del programma Next

<sup>9</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. In questa sede è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 [L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

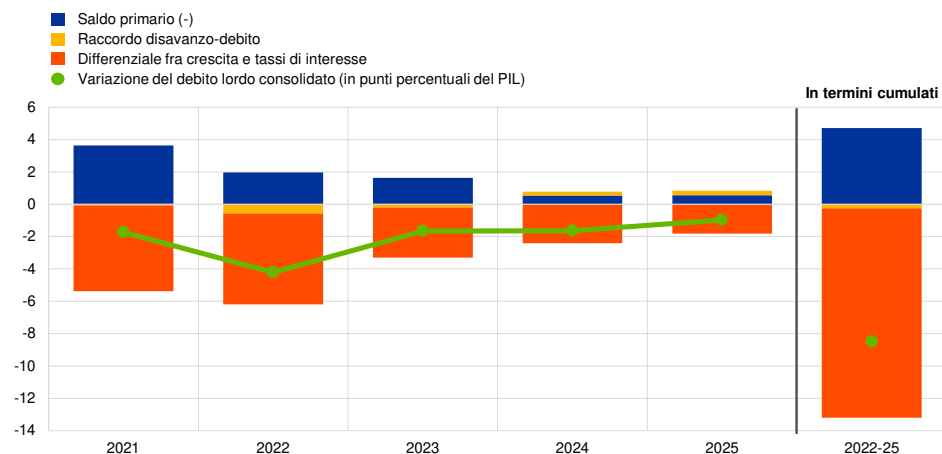
Generation EU (NGEU) dovrebbe subire un ridimensionamento rispetto al 2023; nel contempo l'ulteriore riduzione attesa della componente delle entrate non spiegata dall'andamento delle basi macroeconomiche dovrebbe attenuare l'inasprimento delle politiche di bilancio nel biennio 2024-2025.

**Il rapporto fra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe continuare a ridursi fino a poco meno dell'87 per cento nel 2025.** Si stima che, dopo essere aumentato approssimativamente di 13 punti percentuali, toccando quasi il 97 per cento nel 2020 per via delle misure adottate dai governi in risposta alla crisi del COVID-19, il rapporto debito pubblico/PIL raggiunga il 91 per cento del PIL nel 2022, per poi scendere a circa l'89 per cento nel 2023 e ancora a circa l'87 per cento nel 2025. Tale calo è dovuto principalmente ai differenziali negativi fra i tassi di interesse e la crescita del PIL in termini nominali, che, pur avendo registrato una riduzione dopo il 2022, in futuro dovrebbero più che compensare i disavanzi primari (cfr. il grafico 29). I raccordi disavanzo-debito dovrebbero essere sostanzialmente neutri in termini cumulati nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Nonostante questo graduale calo, entro il 2025 il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro in termini aggregati dovrebbe mantenersi al di sopra del livello precedente la pandemia (di quasi 3 punti percentuali).

### Grafico 29

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023. Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

**Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022, per il periodo 2023-2025 l'andamento del saldo di bilancio nell'area dell'euro è stato rivisto lievemente al rialzo.**

La revisione al rialzo è solo marginale, nonostante l'aumento atteso della spesa per interessi dal 2024 al 2025. Il rapporto debito pubblico/PIL è stato rivisto al ribasso, principalmente per effetto di un miglioramento del saldo primario.

**Le misure di sostegno pubblico volte a proteggere l'economia dall'impatto degli elevati prezzi dell'energia dovrebbero essere temporanee, mirate e**

**modulate al fine di preservare gli incentivi a un minore consumo energetico.**

Con il calo delle quotazioni dell'energia e l'attenuarsi dei rischi per le forniture, è importante avviare il rientro da tali misure in maniera tempestiva e coordinata. Qualora disattendessero questi principi, tali misure potrebbero verosimilmente esacerbare le pressioni inflazionistiche, rendendo necessaria una risposta di politica monetaria più decisa. Inoltre, in linea con il quadro di governance economica dell'UE, le politiche di bilancio dovrebbero essere orientate a rendere la nostra economia più produttiva e ad abbassare gradualmente gli elevati livelli del debito pubblico. In seguito alla pubblicazione della [comunicazione della Commissione europea del 9 novembre 2022](#) e delle [conclusioni del Consiglio](#) "Orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE" in vista della sessione del Consiglio per gli affari economici e finanziari (ECOFIN) del 14 marzo 2023, tale riforma dovrebbe essere portata a termine in tempi brevi.

# Riquadri

## 1 Gli effetti di propagazione degli shock di politica monetaria degli USA alle economie emergenti: fattori determinanti

a cura di Erik Andres Escayola, Peter McQuade, Christofer Schroeder e Marcel Tirpák

**Le economie emergenti (EME) si trovano di fronte a un contesto macroeconomico impegnativo e incerto, con una domanda mondiale indebolita, un'inflazione elevata in presenza di shock dal lato dell'offerta e un inasprimento sincronizzato della politica monetaria: tutte circostanze sfavorevoli per la crescita.** Il presente riquadro esamina una di queste circostanze, l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti da parte del Federal Reserve System, e analizza i fattori e i canali che determinano le ripercussioni sulle economie emergenti di grande dimensione e di importanza sistemica. Nel complesso le EME, durante l'attuale ciclo di inasprimento, hanno mostrato una maggiore capacità di tenuta alle variazioni delle condizioni finanziarie internazionali rispetto al passato, probabilmente per effetto di una riduzione delle loro vulnerabilità macro-finanziarie negli ultimi decenni. A tale riguardo esiste tuttavia una certa eterogeneità tra i paesi. Si può osservare che l'impatto degli shock di politica monetaria degli USA varia tra le EME ed è determinato dalle vulnerabilità macro-finanziarie e dagli interventi di politica monetaria a livello nazionale.

**Per studiare il modo in cui le variabili macroeconomiche e macro-finanziarie nelle EME rispondono agli shock di politica monetaria originati negli Stati Uniti viene utilizzato un metodo empirico basato su proiezioni locali<sup>1</sup>.** Utilizzando gli shock di politica monetaria degli USA individuati ad alta frequenza come variabile esplicativa fondamentale, si stimano le risposte a impulso delle variabili macro-finanziarie e si esamina come tali risposte siano influenzate da caratteristiche specifiche delle economie interessate. I risultati dello scenario di base mostrano che un inasprimento inatteso della politica monetaria statunitense è in genere associato a un immediato irrigidimento delle condizioni finanziarie di una EME, a seguito del quale la produzione industriale e l'inflazione diminuiscono, con un effetto massimo

---

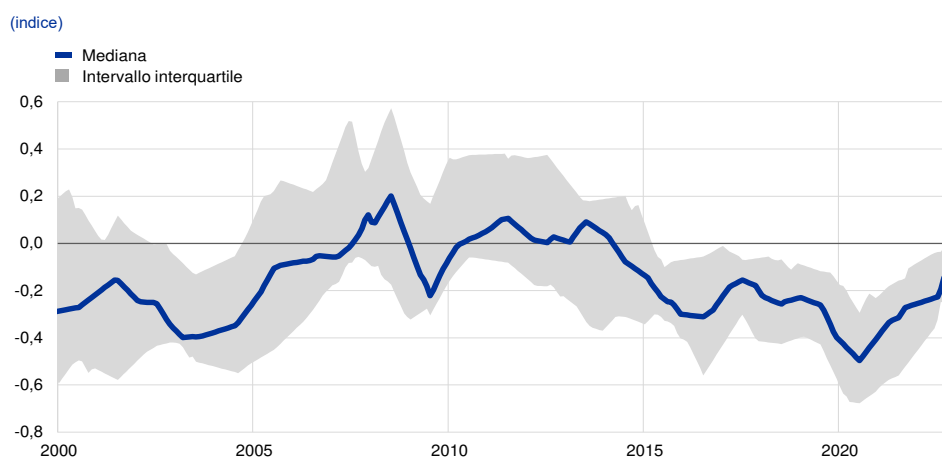
<sup>1</sup> L'analisi si basa su Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises - The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n. 2, aprile 2020, pagg. 1-43, e Georgiadis, G. e Jarociński, M., "Global implications of multi-dimensional US monetary policy normalisation", *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione. Gli annunci della banca centrale possono rivelare informazioni sia sull'orientamento di politica monetaria (politica monetaria pura), sia sulla valutazione da parte della banca centrale delle prospettive economiche (informazioni di banca centrale). L'analisi si concentra sugli shock di politica monetaria pura, giacché l'interesse è rivolto all'effetto delle politiche della Federal Reserve sulle EME. Si utilizza un metodo basato su proiezioni locali e dipendente dallo stato, in cui tale dipendenza è modellata utilizzando una funzione logistica, come in Auerbach, A.J. e Gorodnichenko, Y., "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n. 2, maggio 2012, pagg. 1-27.

dopo circa 18 mesi<sup>2</sup>. Tali risposte colgono l'impatto della componente inattesa della politica monetaria statunitense, piuttosto che di quella sistematica, presentano il segno atteso e sono economicamente significative in termini di entità.

**Le EME con maggiori vulnerabilità reagiscono maggiormente agli shock di politica monetaria degli USA.** La maggiore capacità di tenuta mostrata finora dalle EME potrebbe essere associata ai loro minori livelli di vulnerabilità macro-finanziaria. Una metrica della vulnerabilità suggerisce che le EME sono divenute complessivamente meno vulnerabili nell'ultimo decennio, sebbene questa tendenza al ribasso sia stata in parte invertita dalla pandemia di coronavirus (COVID-19) (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>. Includendo questa variabile di vulnerabilità nelle regressioni e facendola interagire con gli shock di politica monetaria degli USA, si osserva che le condizioni finanziarie, la produzione industriale e l'inflazione misurata sull'IPC mostrano una reazione più forte quando un paese si trova in uno stato più vulnerabile (punti rossi nel grafico B), rispetto a uno stato meno vulnerabile (punti verdi nel grafico B).

### Grafico A

#### Una metrica della vulnerabilità per le EME



Fonti: Haver Analytics, Refinitiv, Georgiadis e Jarociński (op. cit.) ed elaborazioni della BCE.

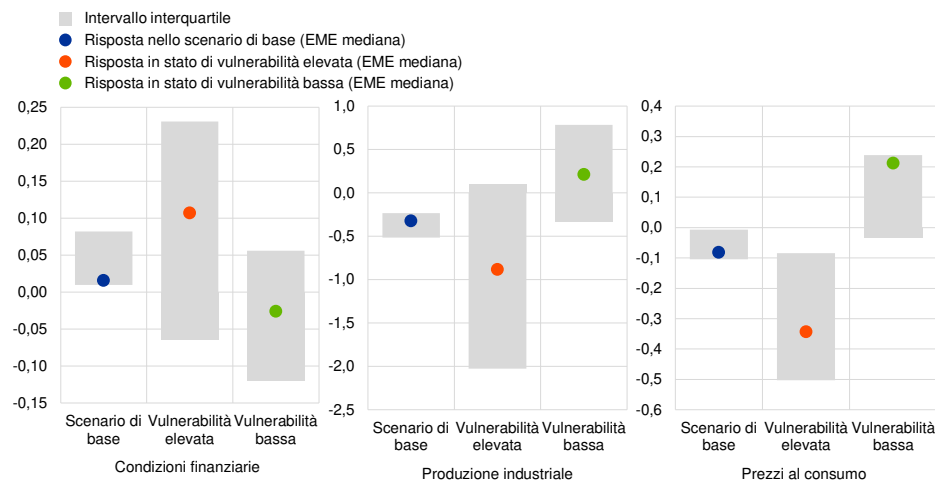
Note: questo indice di vulnerabilità si basa sulle principali componenti di quattro variabili di maggior peso, ovvero: a) il differenziale del tasso di cambio effettivo reale, calcolato come deviazione dal trend lineare (per tenere conto dell'effetto Balassa-Samuelson); b) il differenziale di tasso di cambio effettivo reale, calcolato come deviazione dalla media delle economie avanzate (incluso, perché è stato dimostrato che le sopravvalutazioni possono essere predittive delle crisi, come in Gourinchas, P.-O. e Obstfeld, M., "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n. 1, gennaio 2012, pagg. 226-265); c) i tassi di inflazione pregressi (per cogliere aspettative di inflazione ancorate debolmente, come in Ahmed, S., Akinci, O. e Queralto, A., "U.S. monetary policy spillovers to emerging markets: Both shocks and vulnerabilities matter", *International Finance Discussion Papers* n. 1321, Board of Governors del Federal Reserve System, luglio 2021); d) passività di portafoglio in titoli di debito denominate in dollari statunitensi in rapporto al PIL (per cogliere le vulnerabilità da posizione di bilancio sull'estero). Il campione comprende 11 paesi EME (Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, India, Malaysia, Messico, Russia, Sudafrica, Thailandia e Turchia) e tre paesi membri dell'UE (Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). Valori più elevati indicano maggiore vulnerabilità. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022.

- <sup>2</sup> Uno shock della politica monetaria statunitense che determina un aumento pari a 1 deviazione standard del rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a cinque anni sull'intero campione utilizzato per la stima è associato a un inasprimento pari a circa 1 deviazione standard (0,02 punti percentuali) dell'indice delle condizioni finanziarie, a un calo pari a 1 deviazione standard (0,3 punti percentuali) della produzione industriale e a un calo pari a un terzo di una deviazione standard (0,08 punti percentuali) dell'inflazione misurata sull'IPC nelle EME mediane.
- <sup>3</sup> La metrica di vulnerabilità macro-finanziaria utilizzata riassume la vulnerabilità delle EME in termini di disallineamento dei tassi di cambio, ancoraggio delle aspettative di inflazione e passività sull'estero denominate in dollari statunitensi. Queste variabili rivestono una particolare importanza nella fase attuale, in presenza di un'inflazione elevata e di un rafforzamento del dollaro statunitense.

## Grafico B

### Impatto degli shock di politica monetaria restrittiva degli USA sulle EME per livello di vulnerabilità

(risposte di picco; punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński e Karadi (op. cit.), Georgiadis e Jarociński (op. cit.) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le risposte delle variabili dipendenti in termini logaritmici per economie con livelli diversi di vulnerabilità.

Utilizzando uno schema mensile di proiezioni locali dipendenti dallo stato (come in Auerbach e Gorodnichenko, op. cit.), vengono riportate le stime mediane per la specificazione di base (punti blu), uno stato di elevata vulnerabilità (punti rossi) e uno stato di bassa vulnerabilità (punti verdi). Gli istogrammi grigi mostrano gli intervalli interquartili, indicando l'eterogeneità delle risposte. Le risposte sono state ridimensionate per mostrare l'impatto di uno shock di politica monetaria pura originato negli Stati Uniti, che determina una variazione di 1 deviazione standard del rendimento dello strumento finanziario sottostante (titoli del Tesoro statunitensi a cinque anni). Nel pannello di sinistra, valori più elevati indicano condizioni finanziarie più restrittive.

### Anche gli orientamenti di politica monetaria interna delle EME contribuiscono a determinarne la risposta agli shock di politica monetaria degli USA.

Nell'attuale ciclo internazionale di interventi restrittivi, molte EME hanno cominciato ad aumentare i tassi di interesse con notevole anticipo rispetto agli Stati Uniti.

Ciò potrebbe in parte riflettere un'evoluzione positiva dell'approccio politico, grazie alla quale molte banche centrali dispongono ora di una maggiore indipendenza e di mandati più credibili per il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nondimeno, le banche centrali delle EME devono calibrare attentamente le proprie risposte di politica economica all'attuale contesto macroeconomico, contrastando i rischi per la credibilità faticosamente conquistata e tenendo altresì conto del ruolo fondamentale che gli shock dal lato dell'offerta hanno svolto nel picco dell'inflazione su scala mondiale.

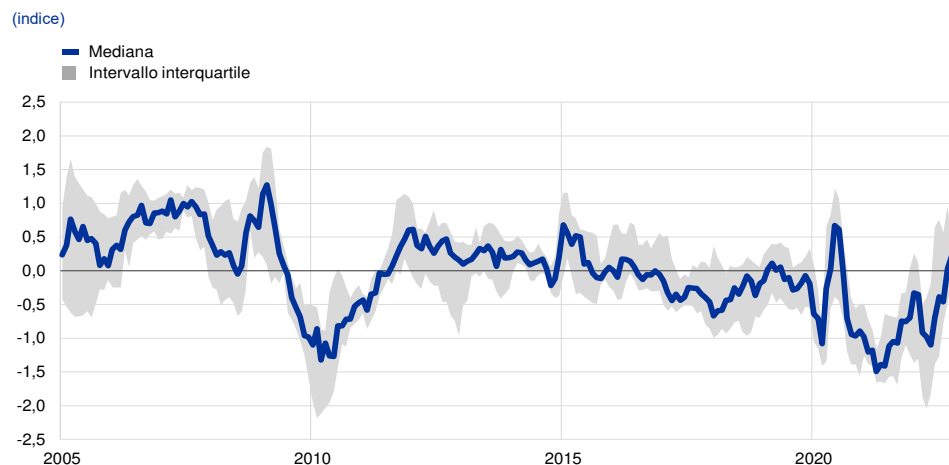
### Per effetto dei rapidi aumenti osservati finora, i tassi di riferimento di molte EME sono prossimi ai livelli indicati nelle stime delle loro funzioni di reazione della politica monetaria.

La funzione di reazione della politica monetaria fornisce un indicatore di riferimento utile, anche se basilare, del modo in cui in una EME, in genere, i tassi di riferimento della banca centrale reagiscono alle variazioni dell'inflazione e del prodotto attesi e, tra l'altro, alla posizione ciclica dell'economia, sulla base di coefficienti stimati utilizzando analisi di regressione. Il grafico C mostra come i tassi di riferimento effettivi della banca centrale si relazionano con tali parametri, con valori positivi a indicare una politica monetaria più restrittiva rispetto alle stime della funzione di reazione di una banca centrale e viceversa. Ciò mostra che, nonostante i recenti shock dal lato dell'offerta e la gravità dell'impennata dell'inflazione, nella maggior parte delle EME incluse nel campione i tassi di

riferimento delle banche centrali sono ora coerenti con le loro funzioni di reazione tipiche<sup>4</sup>.

### Grafico C

Raffronto tra i tassi di riferimento e i livelli indicati nelle funzioni di reazione di banca centrale nelle EME



Fonti: Haver Analytics, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: questo indice è costruito come differenza tra a) il tasso effettivo di riferimento della EME e b) il tasso di riferimento indicato in una funzione di reazione della banca centrale stimata empiricamente (come in Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Why Are Target Interest Rate Changes So Persistent?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n. 4, ottobre 2012, pagg. 126-162). Le principali variabili esplicative includono l'inflazione attesa e la crescita del prodotto su un orizzonte di un anno, nonché la posizione ciclica dell'economia, come rilevata dalle stime aggiornate dell'output gap. Si è inoltre tenuto conto del tasso di cambio effettivo reale e dei prezzi del petrolio. Il campione comprende 9 paesi EME (Brasile, Cile, Cina, Corea del Sud, India, Malaysia, Russia, Sudafrica e Thailandia) e tre paesi membri dell'UE (Polonia, Repubblica ceca e Ungheria). Rispetto al grafico A il campione è inferiore e le serie temporali sono più brevi, a causa della disponibilità di dati necessari a stimare le funzioni di reazione della banca centrale. Valori positivi indicano che la politica monetaria è più restrittiva rispetto alle stime della funzione di reazione della banca centrale e viceversa. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2022.

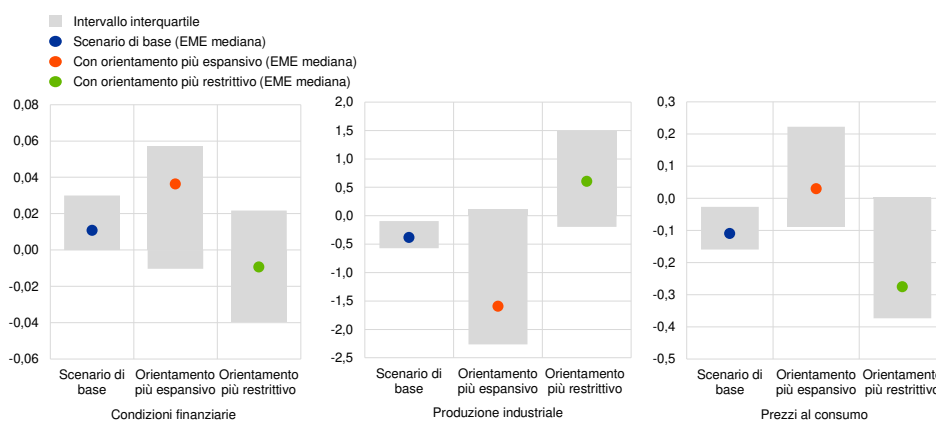
**Nelle EME l'impatto degli shock di politica monetaria originati negli Stati Uniti può essere attenuato da una politica monetaria interna prudente.** I risultati empirici suggeriscono che quando la politica monetaria in una EME è almeno altrettanto restrittiva di quella desunta dalle stime della funzione di reazione della sua banca centrale, le ripercussioni della politica monetaria statunitense sulle condizioni finanziarie e sulla produzione industriale sono di norma più limitate (punti verdi nel grafico D), rispetto a una situazione in cui la politica monetaria è più espansiva rispetto a quanto suggerito dalla funzione di reazione (punti rossi nel grafico D).

<sup>4</sup> Ciò fa seguito a un periodo di politiche più accomodanti adottate in risposta alla pandemia da COVID-19.

## Grafico D

### Impatto degli shock di politica monetaria restrittiva degli USA sulle EME per orientamento della politica monetaria interna

(risposte di picco; punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Refinitiv, Jarociński e Karadi (op. cit.) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le risposte, in termini logaritmici, delle variabili dipendenti a seconda dell'orientamento di politica monetaria delle economie rispetto a quanto suggerito dalle funzioni di reazione delle banche centrali. Utilizzando un metodo di proiezioni locali mensili dipendenti dallo stato (basato su Auerbach e Gorodnichenko, op. cit.), vengono riportate stime mediane per la specificazione di base (punti blu), uno stato in cui i tassi di riferimento sono inferiori ai livelli indicati dalle funzioni di reazione della banca centrale (punti rossi) e uno stato in cui i tassi di riferimento sono superiori ai livelli impliciti stimati dalle funzioni di reazione della banca centrale (punti verdi). Gli istogrammi grigi mostrano gli intervalli interquartili, indicando l'eterogeneità delle risposte. Le risposte sono state ridimensionate per mostrare l'impatto di uno shock di politica monetaria pura originato negli Stati Uniti, che determina una variazione di 1 deviazione standard del rendimento dello strumento finanziario sottostante (titoli del Tesoro statunitensi a cinque anni). Nel pannello di sinistra valori più elevati indicano condizioni finanziarie più restrittive.

**Nel complesso, l'analisi empirica suggerisce che la sensibilità delle EME alle ripercussioni della politica monetaria statunitense può essere amplificata o attenuata dalle vulnerabilità macro-finanziarie e dagli interventi di politica monetaria interna.** Molte EME si trovano attualmente ad affrontare le stesse tipologie di pressioni inflazionistiche e di shock dal lato dell'offerta delle economie avanzate. Le loro banche centrali hanno partecipato all'attuale ciclo globale di interventi restrittivi, in qualche misura addirittura anticipandolo, nello sforzo di preservare la propria credibilità e mantenere l'inflazione ancorata. Questo diverge da quanto accaduto in occasione del ciclo di interventi restrittivi successivo alla crisi finanziaria mondiale, quando le prime banche centrali a mettere in atto tali interventi furono quelle delle economie avanzate. I risultati dell'analisi evidenziano che il mantenimento di un'intonazione prudente della politica monetaria contribuisce ad attenuare le ripercussioni della politica monetaria statunitense e che la minore vulnerabilità delle EME rispetto al passato potrebbe concorrere a proteggerle dalle tensioni, sebbene vi sia una certa eterogeneità tra i vari paesi al riguardo.

## Andamenti dei corsi petroliferi e flussi di petrolio russo dopo l'embargo dell'UE e il tetto ai prezzi adottato dal G7

a cura di Jakob Feveile Adolfsen, Rinalds Gerinovics, Ana-Simona Manu e Adrian Schmith

**Negli ultimi mesi le esportazioni di petrolio russo sono state oggetto dell'applicazione di nuove sanzioni, fra cui i divieti imposti dall'UE alle importazioni via mare di petrolio di provenienza russa e i massimali al prezzo della produzione petrolifera della Russia in risposta al protrarsi della guerra di aggressione contro l'Ucraina.** Il 5 dicembre 2022 è entrato in vigore il divieto dell'UE alle importazioni via mare di greggio russo, cui ha fatto seguito, dal 5 febbraio 2023, l'embargo sui prodotti petroliferi raffinati. Analogamente a quanto deciso dall'Unione, anche il G7, la stessa UE e alcuni paesi partner hanno vietato la fornitura di servizi accessori<sup>1</sup> in relazione al trasporto via mare di greggio russo e di altri prodotti russi derivati da questo, a meno che il petrolio non sia acquistato a un prezzo pari o inferiore al massimale fissato<sup>2</sup>, corrispondente a 60 dollari statunitensi al barile, una quotazione attualmente superiore al prezzo di vendita sul mercato di gran parte delle esportazioni di greggio russo. Ai prodotti raffinati sono stati applicati due massimali di prezzo: uno a 100 dollari statunitensi al barile per i prodotti petroliferi scambiati con un premio rispetto al greggio, come gasolio, cherosene e benzina; e uno a 45 dollari al barile per i prodotti petroliferi scambiati con uno sconto rispetto al greggio, come olio combustibile e nafta. Il meccanismo dei massimali di prezzo mira a contenere le entrate petrolifere della Russia mediante l'applicazione di un tetto al prezzo del petrolio, pur consentendo l'offerta di greggio russo sul mercato mondiale ed evitando così impennate dei corsi internazionali. Il presente riquadro fornisce una prima valutazione dell'impatto delle nuove sanzioni sulle quotazioni petrolifere internazionali e sul petrolio russo esportato via mare.

**La Russia aveva già provveduto a riorientare gran parte della propria offerta di petrolio prima che l'embargo dell'UE e il massimale di prezzo stabilito dal G7 entrassero in vigore.** Prima di invadere l'Ucraina, la Russia esportava circa 8 milioni di barili di petrolio al giorno verso numerosi partner commerciali. Queste esportazioni erano costituite per due terzi da greggio e per un terzo da prodotti petroliferi raffinati, trasportati nel complesso principalmente via mare (cfr. il pannello a) del grafico A). Meno di un terzo del petrolio esportato era trasferito presso i committenti mediante oleodotti. All'inizio del 2022 le consegne all'UE rappresentavano quasi la metà delle esportazioni petrolifere russe, ma il profilo dell'interscambio è cambiato notevolmente nel corso dell'anno. L'annuncio dello scorso giugno relativo a un imminente embargo dell'UE e il comportamento "autosanzionatorio" dei committenti europei ha fatto diminuire di quasi il 70 per cento

<sup>1</sup> Fra di essi vi sono attività di compravendita e intermediazione in materie prime, finanziamento, spedizione, assicurazione (comprese protezione e indennità), registrazione della bandiera e sdoganamento.

<sup>2</sup> Il G7, l'UE e l'Australia costituiscono la coalizione di paesi che hanno adottato un massimale di prezzo, mentre Albania, Bosnia-Erzegovina, Islanda, Liechtenstein, Montenegro, Macedonia del Nord, Norvegia, Svizzera e Ucraina si sono tutti impegnati a seguire l'UE nell'applicazione di sanzioni nei confronti della Russia.

(1,4 milioni di barili al giorno) le esportazioni via mare di greggio russo verso l'UE tra febbraio e novembre 2022. La Russia ha quindi reindirizzato tali esportazioni principalmente verso i paesi asiatici (cfr. il pannello b) del grafico A), lasciando sostanzialmente invariato il volume aggregato del greggio trasportato via mare. In particolare, sono state incrementate le esportazioni verso Cina e India, che complessivamente a novembre 2022 (prima dell'entrata in vigore del nuovo regime sanzionatorio il 5 dicembre 2022) hanno raggiunto circa il 70 per cento del greggio esportato dalla Russia, a fronte di poco meno del 20 per cento nel periodo precedente la guerra.

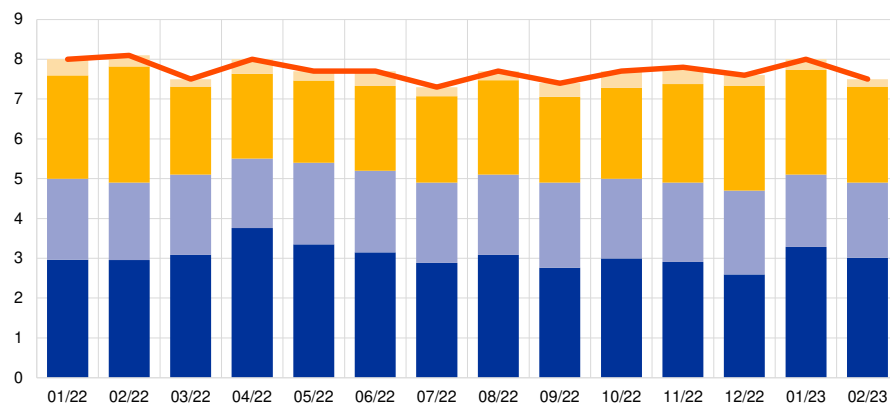
## Grafico A

Andamento delle esportazioni di greggio russo rispetto all'entrata in vigore di sanzioni legate alla guerra

### a) Esportazioni totali di greggio russo per tipo e modalità di consegna

(milioni di barili al giorno)

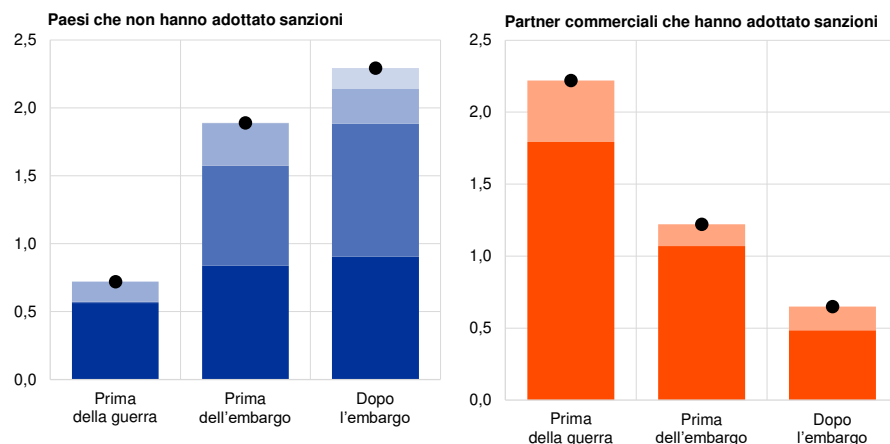
- Totale
- Greggio trasportato via mare
- Greggio trasportato mediante oleodotti
- Prodotti petroliferi trasportati via mare
- Prodotti petroliferi trasportati mediante oleodotti



### b) Esportazioni di greggio russo via mare prima della guerra e in concomitanza con la data di applicazione dell'embargo dell'UE

(milioni di barili al giorno)

- Cina
- India
- Altri paesi
- Destinazioni sconosciute
- Totale
- Unione europea
- Altri paesi
- Totale



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia (AIE), Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: relativamente al pannello a), si suppone che i dati forniti dall'AIE in merito alle esportazioni mensili totali della Russia comprendano il petrolio trasportato per mezzo di petroliere e oleodotti. Lo stesso vale per i dati concernenti le esportazioni mensili totali di prodotti petroliferi raffinati di provenienza russa. Discrepanze rispetto ai dati dell'AIE riguardo alle esportazioni di petrolio via mare possono derivare dall'utilizzo di diverse fonti di dati sottostanti da parte del sistema di identificazione automatica (AIS). Relativamente al pannello b), i partner commerciali che hanno adottato sanzioni sono Canada, Australia, Giappone, Albania, Bosnia-Erzegovina, Islanda, Liechtenstein, Montenegro, Macedonia del Nord, Norvegia, Ucraina, Svizzera, Stati Uniti, Regno Unito e UE a 27, mentre per paesi che non hanno adottato sanzioni si intendono tutti gli altri. Le consegne via nave verso destinazioni sconosciute sono comprese negli istogrammi rappresentanti i paesi che non hanno adottato sanzioni. I dati tengono conto soltanto delle miscele di petrolio russo ed escludono la miscela di origine kazaka. Il periodo precedente la guerra va dal 1° novembre 2021 al 23 febbraio 2022, il periodo precedente l'embargo va dal 24 febbraio al 4 dicembre 2022, il periodo successivo all'embargo va dal 5 dicembre 2022 al 14 marzo 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2023 per il pannello a) e al 14 marzo 2023 per il pannello b).

**Le nuove sanzioni hanno inizialmente determinato un notevole calo delle esportazioni di greggio russo via mare, i cui volumi hanno però**

**successivamente registrato un recupero.** Durante le prime settimane successive al 5 dicembre 2022, con il brusco calo dei flussi diretti verso l'UE, le esportazioni via mare di greggio russo sono diminuite del 35 per cento<sup>3</sup>. Anche quelle verso India, Cina e Turchia hanno segnato una flessione con l'entrata in vigore delle nuove sanzioni, sebbene tali paesi non abbiano aderito al meccanismo del tetto al prezzo del petrolio. Tuttavia, dopo il crollo iniziale, si è verificato un recupero, dovuto a un ulteriore reindirizzamento dei flussi petroliferi dai paesi che hanno aderito alle sanzioni a quelli non lo hanno fatto, per quanto le statistiche disponibili al riguardo siano incomplete giacché gran parte del greggio russo è classificato come diretto verso destinazioni sconosciute mediante trasporto con petroliere. Nel complesso, dopo l'applicazione delle sanzioni, i volumi di greggio esportati dalla Russia via mare sono rimasti, in media, pressoché invariati rispetto alle esportazioni registrate a novembre 2022.

**A livello mondiale, i corsi petroliferi hanno mostrato una scarsa volatilità nonostante l'introduzione dell'embargo da parte nell'UE e del tetto al prezzo del greggio.**

Dal 5 dicembre 2022 i corsi petroliferi a livello internazionale sono diminuiti del 9 per cento. Stime basate su modelli suggeriscono che l'offerta di petrolio ha inciso negativamente sui corsi petroliferi (cfr. il grafico B), un fenomeno che può essere spiegato dall'impatto relativamente modesto sui volumi delle esportazioni via mare di greggio russo, se confrontato con le aspettative iniziali di cali più significativi. Contemporaneamente potrebbero influire su questa dinamica altri fattori, come l'aumento della produzione in Kazakistan e Nigeria, che ha anch'esso sostenuto l'offerta mondiale di petrolio nel periodo in esame. Questa tendenza è in contrasto con l'andamento dei corsi petroliferi immediatamente successivo all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, quando le preoccupazioni legate alle carenze nell'offerta mondiale sono state la principale determinante del rialzo delle quotazioni petrolifere osservato nella primavera del 2022, in un momento in cui si temevano interruzioni delle forniture russe.

---

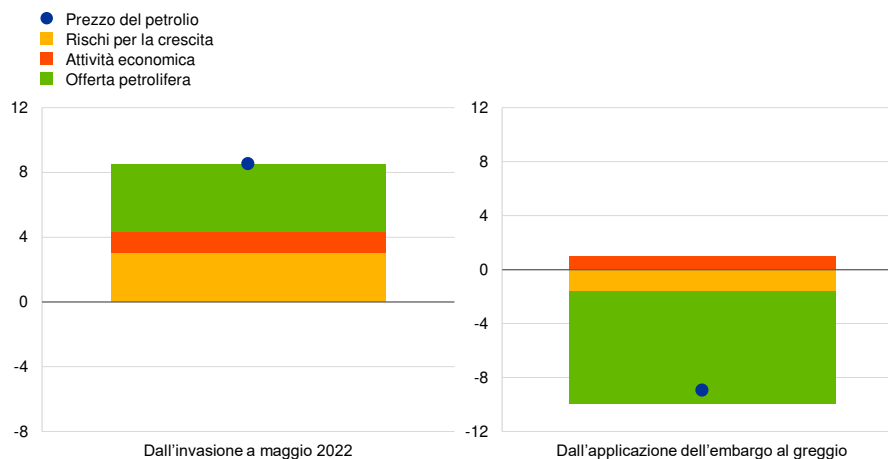
<sup>3</sup> La Bulgaria, temporaneamente esentata dall'embargo, riceveva ancora piccoli quantitativi di greggio. Le esportazioni verso altri paesi dell'UE successive al 5 dicembre sono probabilmente legate a esenzioni nell'attuazione dell'embargo, in virtù delle quali le petroliere caricate prima della data dell'embargo stesso potevano ancora consegnare petrolio russo.

## Grafico B

### Andamento dei corsi petroliferi

#### Scomposizione delle variazioni dei prezzi del greggio di qualità Brent basata su modelli

(variazioni percentuali giornaliere cumulate)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il modello utilizzato è quello descritto in Venditti, F. e Veronese, G., "Global financial markets and oil price shocks in real time", Working Paper Series, n. 2472, BCE, settembre 2020. Gli shock strutturali sono stimati utilizzando il prezzo a pronti, il differenziale tra prezzo del future e prezzo a pronti, le aspettative di mercato sulla volatilità dei corsi petroliferi e l'indice azionario. La componente relativa ai rischi rappresenta l'incertezza riguardo alla crescita e alla domanda di petrolio, mentre la componente relativa all'attività economica identifica gli shock alla domanda corrente derivanti da variazioni nell'attività economica. Quale data dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia è assunto il 24 febbraio 2022. L'embargo al greggio è entrato in vigore il 5 dicembre 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 marzo 2023.

**Il petrolio russo continua a essere scambiato con uno sconto.** Dall'invasione dell'Ucraina il petrolio Urals, la principale varietà di greggio esportato dalla Russia in Europa, viene venduto con un forte sconto rispetto al greggio di qualità Brent, in quanto molte imprese europee si sono astenute dall'acquistarlo.

Prima dell'invasione, il differenziale tra il petrolio di qualità Brent e l'Urals era contenuto e si collocava a circa 3 dollari statunitensi al barile, ma è poi salito a circa 35 dollari al barile. Subito dopo l'entrata in vigore delle nuove sanzioni al greggio russo, lo sconto è aumentato, tornando successivamente ai livelli osservati prima di dicembre 2022<sup>4</sup>. Per contro, il prezzo di mercato del petrolio russo di qualità ESPO (Eastern Siberia-Pacific Ocean), tradizionalmente esportato in Asia, è rimasto più prossimo alle quotazioni petrolifere internazionali, collocandosi a livelli superiori al massimale imposto. Ciò potrebbe riflettere il fatto che circa il 45 per cento del petrolio esportato verso l'Asia orientale viene trasportato in Cina tramite oleodotti non soggetti alle sanzioni adottate dal G7 e dai paesi dell'UE. Inoltre, il trasporto del greggio di tipo ESPO avviene in genere mediante petroliere battenti bandiera registrate in paesi non appartenenti al G7 e all'UE e risulta quindi più agevole in quanto non rientra nell'ambito di applicazione delle nuove sanzioni.

**Con l'entrata in vigore delle nuove misure, le esportazioni russe di prodotti petroliferi raffinati hanno subito un lieve calo.** Diversamente da quanto avvenuto con le esportazioni di greggio, dopo l'invasione dell'Ucraina, la Russia ha reindirizzato dall'UE verso altri paesi soltanto volumi contenuti di prodotti petroliferi

<sup>4</sup> Si fa principalmente riferimento al prezzo al netto dei costi assicurativi e di trasporto, in quanto il massimale si applica al prezzo al netto dei costi di trasporto. In particolare, le quotazioni dell'Urals indicate nel presente riquadro corrispondono ai prezzi franco a bordo al porto di Primorsk riportati da Refinitiv.

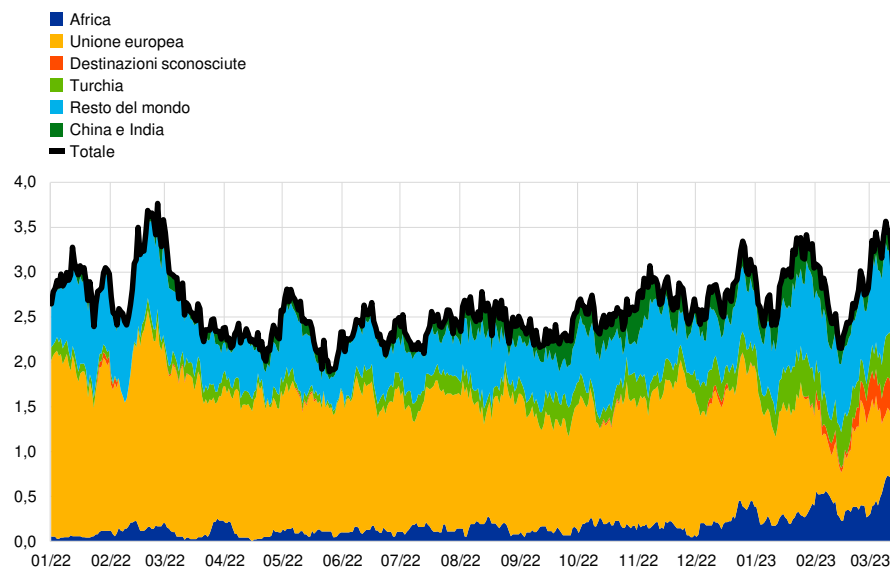
raffinati, a indicare che il reindirizzamento di tali prodotti verso altri paesi potrebbe risultare più difficile per la Russia rispetto alla riallocazione del greggio trasportato via mare (cfr. il pannello a) del grafico C). Ciò potrebbe essere in parte riconducibile al fatto che Cina e India, paesi che hanno richiesto ingenti quantitativi di greggio russo, sono esportatori netti di una vasta gamma di prodotti raffinati. Dopo l'annuncio delle sanzioni lo scorso giugno 2022, le esportazioni russe di prodotti raffinati sono gradualmente aumentate, trainate dai flussi diretti in Africa e Asia, ma, con l'entrata in vigore delle sanzioni il 5 febbraio 2023, questi ultimi sono diminuiti considerevolmente. Tuttavia, da allora la Russia è riuscita a compensare il calo delle importazioni da parte degli Stati membri dell'UE incrementando ulteriormente le esportazioni verso l'Africa e altre destinazioni sconosciute. Nel complesso, rispetto a gennaio 2023, le esportazioni aggregate di petrolio raffinato sono diminuite soltanto del 3 per cento dall'applicazione delle sanzioni.

## Grafico C

### Andamenti nel mercato del petrolio raffinato

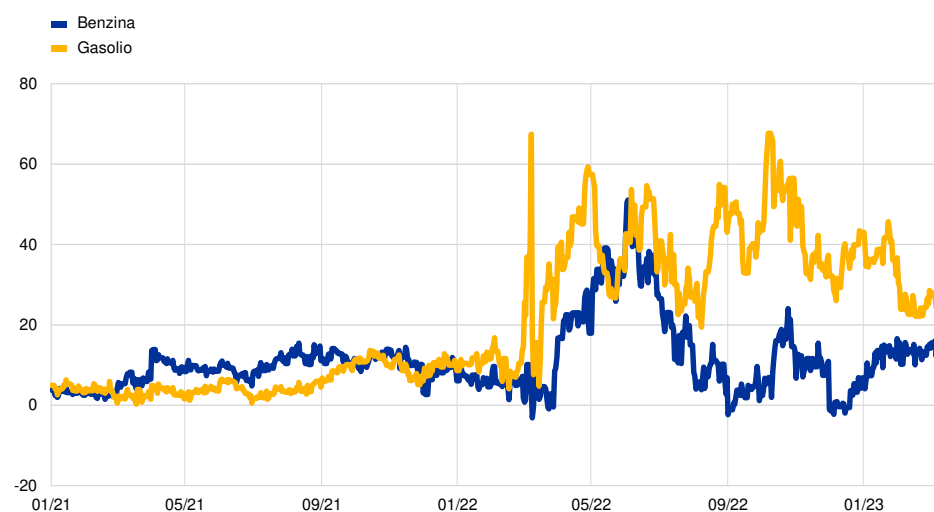
#### a) Esportazioni via mare di prodotti petroliferi raffinati russi per destinazione

(milioni di barili al giorno, media mobile a 10 giorni)



#### b) Crack spread europei

(dollari statunitensi al barile)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per prodotti petroliferi raffinati si intendono diesel e gasolio, componenti della benzina, combustibile per aerei, cherosene e nafta. Con crack spread si intende il differenziale tra il prezzo del greggio e quello del corrispondente prodotto raffinato. Per entrambi i pannelli le ultime osservazioni si riferiscono al 14 marzo 2023.

**Il mercato europeo del gasolio continua a essere soggetto a tensioni, nonostante l'UE abbia incrementato le importazioni di petrolio raffinato prima del 5 febbraio.** Al volgere dell'anno le importazioni nell'UE di prodotti petroliferi raffinati sono cresciute in misura significativa, sia perché sono stati incrementati gli scambi con il Medio Oriente e l'Asia, sia perché sono state anticipate le importazioni di olio combustibile e gasolio dalla Russia in vista dell'introduzione dell'embargo. La dipendenza dell'Europa dal gasolio russo ha suscitato persistenti timori di carenze nell'offerta, come mostrato dal brusco aumento del differenziale tra i prezzi

del gasolio e quelli del greggio, anche noto come “crack spread del gasolio”, dall’inizio della guerra in Ucraina (cfr. il pannello b) del grafico C). Nelle settimane immediatamente precedenti e successive al 5 febbraio le importazioni aggregate di gasolio da parte dell’UE sono diminuite bruscamente, ma anche i differenziali di raffinazione si sono ridotti, suggerendo che il calo iniziale era stato previsto dal mercato. Alla riduzione dei differenziali ha inoltre contribuito il calo complessivo dei prezzi del gasolio a seguito di una ripresa dell’andamento delle scorte. Ciò nonostante, persistono tensioni sul mercato europeo del gasolio, con crack spread più elevati rispetto a prima dell’inizio della guerra.

**L’impatto delle sanzioni sui mercati mondiali del petrolio potrebbe tuttavia rivelarsi più incisivo.** Innanzitutto, nei prossimi mesi il tetto al prezzo del greggio potrebbe avere un impatto maggiore sulle esportazioni di greggio russo, in quanto i partner che hanno adottato le sanzioni intendono mantenere il livello del massimale almeno del 5 per cento inferiore al prezzo di mercato del petrolio russo. Le future rivalutazioni del massimale potrebbero chiarire se le sanzioni stiano funzionando come auspicato, in particolare alla luce del fatto che da febbraio la Russia ha ufficialmente vietato l’esportazione di petrolio verso i paesi che aderiscono al meccanismo del massimale e che oltre il 60 per cento dei flussi di greggio russo che transitano dal Mar Baltico e dal Mar Nero viene ancora assicurato da paesi che hanno aderito alle sanzioni<sup>5</sup>. La Russia ha già annunciato una riduzione della produzione petrolifera pari a circa lo 0,5 per cento dell’offerta mondiale di greggio a partire da marzo 2023, in risposta all’applicazione delle sanzioni. In secondo luogo, l’embargo e il corrispondente meccanismo del tetto al prezzo dei prodotti petroliferi raffinati sono ancora in una fase iniziale di attuazione<sup>6</sup>, con il conseguente permanere di un’elevata incertezza circa l’impatto finale sui mercati di questi prodotti. Col tempo, l’embargo potrebbe accrescere le pressioni sui prezzi in un mercato europeo del gasolio già caratterizzato da tensioni e l’UE potrebbe dover richiedere gasolio a Stati Uniti e Medio Oriente, in concorrenza con i committenti tradizionali di tali fornitori.

---

<sup>5</sup> Cfr. Centre for Research on Energy and Clean Air, *Weekly snapshot – Russian fossil fuels 6 to 12 February 2023*.

<sup>6</sup> L’applicazione del tetto massimo al prezzo del petrolio raffinato prevede un periodo di transizione di 55 giorni per i prodotti petroliferi russi trasportati via mare e acquistati a un prezzo superiore al massimale, purché siano imbarcati in un porto di carico prima del 5 febbraio 2023 e scaricati nel porto di destinazione finale prima del 1° aprile 2023.

### 3 Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli

a cura di Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann e Baptiste Meunier

**Negli ultimi anni le considerazioni di natura geopolitica hanno iniziato a svolgere un ruolo sempre più importante nelle relazioni commerciali mondiali.**

Se da un lato già prima della pandemia di coronavirus (COVID-19) erano emerse critiche nei confronti della globalizzazione, le tensioni geopolitiche si sono acuite soprattutto con l'emergenza sanitaria e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Le turbative che hanno interessato il commercio mondiale dal 2020 hanno destato timori circa la capacità di tenuta delle catene di approvvigionamento e alimentato il dibattito sulla sicurezza economica. Di conseguenza alcuni paesi hanno iniziato ad adottare misure relative alla filiera produttiva, mirate alla rilocalizzazione "domestica" (trasferire la produzione sul proprio territorio) o alla rilocalizzazione "in paesi amici" (reperire gli input da fornitori con sede in paesi alleati), allo scopo di garantirsi l'accesso ai fattori di produzione critici (ad esempio la strategia cinese della "doppia circolazione", la legge statunitense "Chips Act" e l'"autonomia strategica aperta" dell'Unione europea (UE))<sup>1</sup>.

**Uno scenario in cui le catene globali del valore (CGV) vengono ridefinite in risposta ai timori per la sicurezza economica potrebbe determinare un'inversione di tendenza dell'integrazione commerciale mondiale.**

Nel presente riquadro ci si avvale di un'analisi basata su modelli per quantificare i potenziali effetti economici di uno scenario ipotetico caratterizzato dalla frammentazione del commercio mondiale. In linea con le tendenze osservate recentemente nella letteratura accademica e utilizzando le crescenti tensioni geopolitiche tra Stati Uniti e Cina come esempio illustrativo, consideriamo la divisione dell'economia mondiale in un blocco orientale e uno occidentale<sup>2</sup>. In questo scenario i paesi vengono automaticamente assegnati a ciascun blocco in base alla

<sup>1</sup> Gli obiettivi della politica della "doppia circolazione", adottata in Cina nel 2020, sono: a) integrare verticalmente la produzione e raggiungere l'autonomia con il sostegno del proprio vasto mercato interno e b) globalizzare le imprese locali. L'"autonomia strategica aperta" dell'UE fa riferimento alla capacità dell'Unione di agire in modo autonomo negli ambiti politici importanti dal punto di vista strategico, in particolare in ambito economico, garantendo la capacità di tenuta del sistema industriale dell'UE e la disponibilità di fattori produttivi chiave al suo interno. La legge statunitense Chips Act del 2022 stanza ingenti sussidi e incentivi per la ricerca, lo sviluppo e la produzione di componenti tecnologiche negli Stati Uniti.

<sup>2</sup> Uno scenario di questo tipo si trova, ad esempio, nel modello impiegato in Góes, C. e Bekkers, E., "The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation", *Staff Working Paper*, n. ERSD-2022-09, Organizzazione mondiale del commercio, giugno 2022; Felbermayr, G., Gans, S., Mahlkow, H. e Sandkamp, A., "Decoupling Europe", *Kiel Policy Brief*, n. 153, Kiel Institute for the World Economy, luglio 2021; e Felbermayr, G., Mahlkow, H. e Sandkamp, A., "Cutting through the Value Chain: The Long-Run Effects of Decoupling the East from the West", *Kiel Working Papers*, n. 2210, Kiel Institute for the World Economy, marzo 2022. Uno scenario simile è impiegato anche in Chepeliev, M., Maliszewska, M., Osorio-Rodarte, I., Seara e Pereira, M.F. e van der Mensbrugge, D., "Pandemic, Climate Mitigation, and Reshoring: Impacts of a Changing Global Economy on Trade, Incomes, and Poverty", *Policy Research Working Paper*, n. 9955, Banca mondiale, marzo 2022; nonché Cerdeiro, D., Kothari, S. e Redl, C., "Asia and the World Face Growing Risks From Economic Fragmentation", *Blog dell'FMI*, ottobre 2022.

ripartizione dei voti nell'Assemblea generale delle Nazioni Unite (ONU)<sup>3</sup>. Si ipotizza che il commercio (in percentuale del PIL) degli input intermedi tra i due blocchi si riporti ai livelli osservati a metà degli anni '90 del 1900, cioè prima dell'introduzione di ampie politiche di liberalizzazione degli scambi<sup>4</sup>. Ci si è concentrati esclusivamente sullo scambio di prodotti intermedi, piuttosto che finali, in quanto la maggior parte delle misure adottate di recente dai paesi ha riguardato la rilocalizzazione domestica o in paesi amici delle CGV. Infine, si ipotizza che questo scenario di frammentazione sia conseguito attraverso l'innalzamento, negli scambi tra i blocchi, di barriere non tariffarie (ad esempio sotto forma di norme o standard) invece che di tariffe, in linea con l'ambito della maggior parte delle politiche commerciali recenti.

**Gli effetti economici della frammentazione commerciale sono calcolati per mezzo di un modello avanzato, riferito a più paesi e più settori, sviluppato da Baqaee e Farhi<sup>5</sup>.**

Tale modello consente di ricavare gli effetti non lineari delle barriere commerciali più elevate per un campione di 41 paesi (o gruppi di paesi) e 30 settori<sup>6</sup>. L'attenzione è posta sugli effetti in termini di benessere sociale, scambio di prodotti intermedi e prezzi, sia a livello mondiale, sia tra i due blocchi<sup>7</sup>. Questo modello presenta un vantaggio fondamentale: includendo le relazioni tra settori, tiene conto sia degli effetti di amplificazione degli shock commerciali attraverso le reti produttive, sia degli effetti sostitutivi tramite il commercio internazionale. Esso considera le reazioni endogene dei produttori e dei consumatori a uno shock commerciale in un'economia mondiale interconnessa. La trasmissione si verifica principalmente attraverso il canale dei prezzi: barriere commerciali più elevate determinano un aumento dei prezzi all'importazione. Di conseguenza, i

<sup>3</sup> I gruppi di paesi rispecchiano la distribuzione nazionale utilizzata in Góes e Bekkers, op. cit. I paesi sono raggruppati in blocchi geografici con una modalità meccanica basata sui dati delle votazioni dell'ONU fornite nella base dati Foreign Policy Similarity (FPS) in Hage, F., "Chance-Corrected Measures of Foreign Policy Similarity (FPSIM Version 2)", *Harvard Dataverse*, 2017. Per l'allocazione dei paesi ai blocchi sono state utilizzate le votazioni del 2015. Questo metodo si mantiene valido anche con altri anni dell'FPS (2000, 2005 o 2010) o con votazioni dell'ONU più recenti, ad esempio il voto tenutosi ad aprile 2022 sulla sospensione della Russia dal Consiglio per i diritti umani delle Nazioni Unite. In ultima istanza, l'allocazione che ne deriva riflette sostanzialmente la divisione tra economie avanzate e in via di sviluppo. L'approccio usato si attiene a studi analoghi in letteratura che si sono avvalsi delle votazioni dell'ONU per distinguere affinità geopolitiche, quali, ad esempio, Góes e Bekkers, op. cit.; e Campos, R., Estefania-Flores, J., Furceri, D. e Timini, J., "Trade fragmentation", *mimeo*, 2023.

<sup>4</sup> Più nello specifico, lo shock all'interscambio è calibrato in modo da far corrispondere il commercio di beni intermedi tra i blocchi (in percentuale del PIL mondiale), assunto dal modello, con il livello osservato nei dati riferiti alla metà degli anni '90 del 1900. I dati si basano sulle serie storiche di lungo periodo delle tavole input-output del World Input-Output Database (World Input-Output Tables, WIOT) di Timmer, M., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. e de Vries, G., "An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: The Case of Global Automotive Production", *Review of International Economics*, vol. 23(3), agosto 2015, pagg. 575-605. Il modello di Baqaee e Farhi è calibrato sulla tavola input-output del 2017 della Banca asiatica di sviluppo. L'ampiezza calibrata dello shock equivale a un aumento del 20 per cento delle barriere commerciali non tariffarie (costi di trasporto come da modello iceberg).

<sup>5</sup> Cfr. Baqaee, D.R. e Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, di prossima pubblicazione, 2023. Per l'applicazione di un modello analogo sull'impatto derivante dallo shock ai prezzi dell'energia, cfr. il riquadro 5 *Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia* in questo numero del Bollettino.

<sup>6</sup> Il campione include tutti i settori economici, tra cui quello manifatturiero, energetico, dei servizi, delle costruzioni, delle attività minerarie e agricole.

<sup>7</sup> Si noti che i calcoli basati sul modello riflettono risposte di equilibrio generale dei prezzi relativi. I risultati presentati si riferiscono alle differenze rispetto allo stato di equilibrio iniziale. Il modello non include un canale delle aspettative di inflazione. Il modello considera una banca centrale che reagisce all'effetto inflazionistico di uno shock dei costi commerciali frenando la domanda, al fine di contenere le pressioni sui prezzi.

produttori di ciascun blocco sostituiscono gli input “esteri” più costosi, generando così uno shock dal lato della domanda di fornitori a monte, con una conseguente diminuzione dei flussi commerciali tra i blocchi. Altri effetti consistono nell’adeguamento delle strutture produttive all’interno dei blocchi, insieme alle variazioni della domanda di fattori produttivi (capitale e manodopera): con l’allinearsi dei prezzi di questi ultimi, anche i redditi disponibili delle famiglie e i modelli di consumo variano. Tali canali di sostituzione e redistribuzione determinano degli effetti di equilibrio generale su prezzi, domanda e offerta, che a loro volta incidono sul commercio, sulla produzione e sul benessere sociale in entrambi i blocchi.

**Gli effetti di equilibrio generale possono essere ottenuti avvalendosi di due impostazioni diverse per il modello, una rigida e una flessibile, che possono considerarsi alla stregua di impatti di breve e lungo periodo, rispettivamente.**

I canali di propagazione dello shock commerciale di cui sopra vengono rilevati nel modello tramite tre parametri principali: a) elasticità di sostituzione tra gli input produttivi<sup>8</sup>, b) facilità di riallocazione dei fattori produttivi tra i settori<sup>9</sup> e c) grado di rigidità salariale. Vengono calibrate due impostazioni opposte. L’impostazione *flessibile* consente salari flessibili e un grado elevato di sostituibilità degli input e dei fattori di produzione, come nella letteratura recente<sup>10</sup>. Questa impostazione induce una risposta relativamente contenuta dell’economia internazionale, perché consente a consumatori e produttori di sostituire i prodotti facilmente, di spostare i fattori di produzione verso settori interessati da un aumento della domanda e di adattare i salari. L’impostazione *rigida*, invece, è caratterizzata da rigidità dei salari e da un grado basso di sostituibilità degli input e dei fattori di produzione<sup>11</sup>. Essa genera, pertanto, una reazione più forte dai canali di sostituzione e redistribuzione, in quanto l’abilità di un paese, o di un blocco, di adattarsi immediatamente è più limitata, in ragione della bassa mobilità dei fattori e di un minore margine per sostituire gli input più costosi. Ne consegue, pertanto, un calo maggiore della produzione interna e del reddito delle famiglie e un intensificarsi delle turbative all’offerta di input intermedi per i settori a valle e alla domanda per i produttori a monte. Ciò riflette il meccanismo di amplificazione delle reti produttive mondiali. Inoltre, con salari rigidi l’economia si adegua alle oscillazioni temporanee della domanda (interna e/o estera) determinando una contrazione dell’occupazione, non una riduzione dei salari, con ripercussioni sui consumi. Poiché le rigidità tendono a rivelarsi più vincolanti nel

---

<sup>8</sup> Il modello di Baqaee e Farhi non consente di applicare elasticità di sostituzione differenti in base al paese. Tuttavia, la maggiore sostituibilità dei beni prodotti all’interno di una regione integrata economicamente (ad es. l’area dell’euro) si riflette nel modello tramite maggiori covarianze input-output, che a loro volta consentono ai produttori di orientarsi più facilmente verso beni prodotti all’interno di un’area economica integrata a seguito di uno shock del commercio.

<sup>9</sup> Per i paesi non accade lo stesso, perché nel modello di Baqaee e Farhi i fattori di produzione non sono mobili tra paesi. I fattori di produzione inclusi nel modello sono capitale e manodopera con un livello di qualifica basso, medio e alto.

<sup>10</sup> Le elasticità di sostituzione sono tratte da Atalay, E., “How Important Are Sectoral Shocks?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 9, ottobre 2017, pagg. 254-280, che fornisce un intervallo di stime. Le elasticità nelle impostazioni *rigida* e *flessibile*, rispettivamente, sono tratte dal 10 per cento inferiore e superiore di tale intervallo. Si noti che in entrambe le impostazioni il calcolo basato sul modello riflette delle risposte di equilibrio generale. I modelli riferiti al commercio, come quello di Baqaee e Farhi, non rendono conto delle dinamiche dell’adattamento.

<sup>11</sup> Nel modello di Baqaee e Farhi i salari rigidi sono costanti (nessuna evoluzione). In questa impostazione l’economia si adegua tramite la quantità di manodopera (occupazione). Ciò rappresenta l’opposto dell’assetto di base del modello, in cui i salari rispondono in modo endogeno, ma la quantità di ogni fattore di produzione è fissa ed esogena.

breve termine, l'impostazione *rigida* potrebbe essere considerata una stretta approssimazione degli effetti di breve periodo, mentre l'impostazione *flessibile* si avvicina maggiormente all'equilibrio di lungo termine<sup>12</sup>. A tale riguardo, i risultati possono essere anche considerati in termini di transizione dagli effetti di breve periodo (impostazione *rigida*) a quelli di lungo periodo (impostazione *flessibile*). Al di là di questa interpretazione, queste due impostazioni tengono conto anche dell'elevato livello di incertezza che caratterizza le elasticità di sostituzione in letteratura.

**In uno scenario di frammentazione commerciale, le perdite nei flussi di scambio tra i blocchi non sarebbero del tutto compensate da una deviazione degli scambi all'interno dei blocchi, con conseguenti perdite nette nel commercio.**

Una frammentazione dell'interscambio in base a questi ipotetici confini geopolitici potrebbe comportare una flessione delle importazioni in termini reali pari a una percentuale compresa tra 12 (impostazione *flessibile*) e 19 (impostazione *rigida*), causata principalmente da una diminuzione del commercio di beni intermedi (che diminuirebbe di una quota compresa tra il 19 e il 25 per cento), come mostrato nel pannello a) del grafico A. Anche lo scambio di beni finali si ridurrebbe di una quota compresa tra l'1 e il 9 per cento, pur non costituendo l'obiettivo diretto delle barriere commerciali. Ciò riflette una riduzione del benessere e della domanda delle famiglie, oltre alla sostituzione di beni finali prodotti all'estero, che sono caratterizzati da un impiego elevato di catene globali del valore e il cui prezzo è aumentato, con beni finali prodotti all'interno del paese o del blocco. Il calo del commercio di beni intermedi riflette una ricomposizione delle fonti di approvvigionamento degli input produttivi da parte delle aziende. Il pannello b) del grafico A presenta gli effetti derivanti da tale riorientamento per i beni intermedi. Il calo delle importazioni di input intermedi tra i blocchi viene compensato solo in parte dall'aumento di quelle all'interno dei blocchi stessi; si osserva inoltre una crescita più consistente dell'impiego di fonti interne, con ripercussioni sull'interscambio.

---

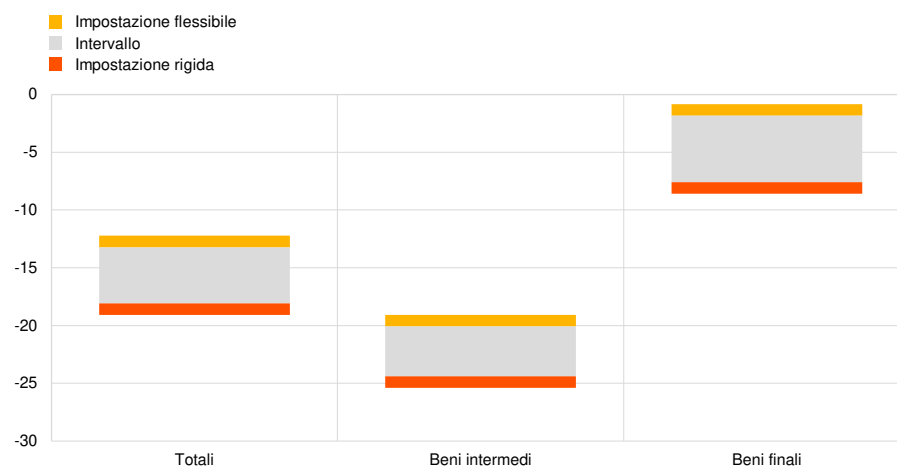
<sup>12</sup> Più nello specifico, si può considerare che l'impatto di lungo periodo sul commercio avvenga almeno dai 6 agli 8 anni dopo lo shock, come in Peter, A. e Ruane, C., "The Aggregate Importance of Intermediate Input Substitutability", *2019 Meeting Papers*, n. 1293, Society for Economic Dynamics, 2019. Per la durata dei salari rigidi (circa un anno), la stima si fonda su Taylor, J., "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, vol. 88(1), febbraio 1980, pagg. 1-23, oltre che sugli studi empirici e teorici basati su questo testo.

## Grafico A

### Importazioni in termini reali e fonti di approvvigionamento di input intermedi

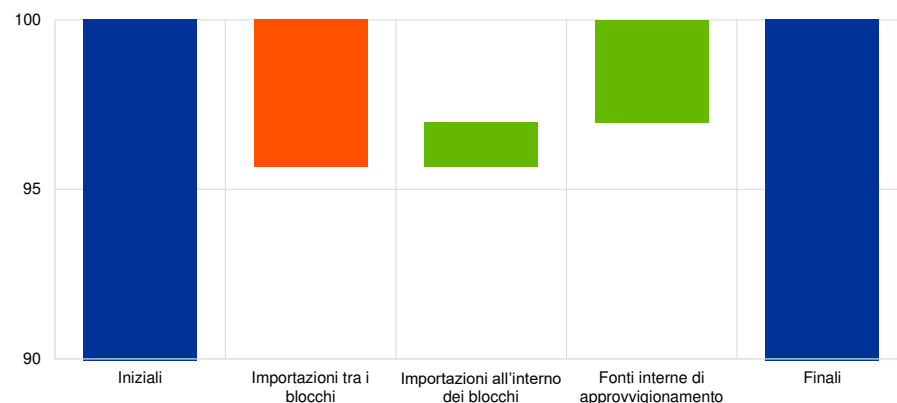
#### a) Importazioni mondiali per tipo di commercio

(deviazione percentuale dallo stato di equilibrio)



#### b) Fonti di approvvigionamento di beni intermedi (mondo)

(punti percentuali, quota di mercato)



Fonti: Baqaee e Farhi, Banca asiatica di sviluppo, base dati FPS ed elaborazioni della BCE.

Note: impatto non lineare simulato attraverso 25 iterazioni del modello log-lineare. Nel pannello a) le porzioni grigie degli istogrammi indicano l'intervallo tra l'impostazione *flessibile* (porzione gialla) e l'impostazione *rigida* (porzione rossa) e mostrano la portata degli effetti associati allo shock del commercio. Il pannello b) fa riferimento all'impostazione *flessibile*. Nel pannello b) l'istogramma rosso indica le perdite, mentre gli istogrammi verdi indicano i guadagni, in termini di quote di mercato.

### Le perdite in termini di benessere sociale possono essere consistenti, per quanto caratterizzate da una marcata eterogeneità in base alle economie.

Da una prospettiva mondiale, si stima che le perdite in termini di benessere sociale, rilevate dalla variazione della spesa nazionale lorda (gross national expenditure, GNE), si collochino in un intervallo compreso tra lo 0,9 (impostazione *flessibile*) e il 5,3 per cento (impostazione *rigida*) (cfr. il pannello a) del grafico B).

Coerentemente con l'interpretazione discussa sopra, ciò suggerisce che le perdite potrebbero essere considerevoli nel breve termine, nel caso si verificasse un brusco aggiustamento dei flussi commerciali (impostazione *rigida*). Al venir meno delle rigidità, le perdite vengono gradualmente assorbite e si ricorre a un aumento della produzione interna o degli scambi all'interno del blocco per reperire input di produzione sostitutivi. Ciò, a sua volta, aumenta l'occupazione e riduce il prezzo degli input esteri, limitando le perdite derivanti dalla frammentazione del commercio

nel lungo periodo (impostazione *flessibile*). Il pannello b) del grafico B mostra le perdite in termini di benessere sociale per alcuni paesi. Esse variano ampiamente tra le diverse economie, in un intervallo compreso tra lo 0,2 e il 6,9 per cento nell'impostazione *flessibile* e tra lo 0,4 e il 10,5 per cento nell'impostazione *rigida*. Sebbene tutti i paesi subiscano perdite a causa della frammentazione, le maggiori sono a carico di quei paesi che dipendono in misura notevole dalle CGV e hanno numerosi scambi con l'altro blocco. Ciò non è vero per le grandi economie, quali Stati Uniti e Cina, soggette a perdite inferiori anche con l'impostazione *rigida*. Anche nell'area dell'euro le perdite sono relativamente contenute, in quanto, come per Stati Uniti e Cina, le grandi dimensioni del mercato interno consentono una sostituzione più agevole con input intermedi interni a seguito dello shock. Ciononostante, le perdite dell'area sono lievemente maggiori di quelle statunitensi o cinesi, a causa della sua maggiore apertura commerciale. Gli effetti stimati nell'impostazione *flessibile* sono sostanzialmente in linea con la letteratura recente, che registra effetti di frammentazione commerciale contenuti nel lungo periodo<sup>13</sup>. A breve termine, tuttavia, tale fenomeno potrebbe comportare anche costi di transizione significativi (impostazione *rigida*), a causa del tempo necessario per riconfigurare le catene di approvvigionamento.

---

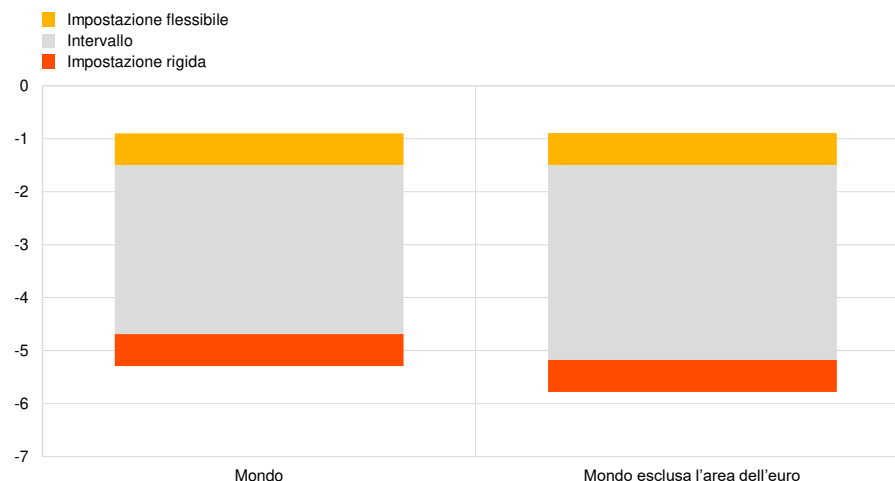
<sup>13</sup> Ad esempio, il Fondo monetario internazionale (FMI) stima che la separazione tra blocco orientale e occidentale diminuirebbe il PIL mondiale dell'1,5 per cento (cfr. "Sailing into Headwinds", *Regional Economic Outlook: Asia and the Pacific*, FMI, ottobre 2022). In Felbermayr, Mahlkow e Sandkamp, op. cit., si è riscontrato che una separazione tra Cina e Occidente determinerebbe delle perdite in termini di benessere sociale comprese tra l'1,0 e il 3,6 per cento. In Góes e Bekkers, op. cit. si stima che in uno scenario di separazione tra blocco orientale e occidentale le perdite mondiali in termini di benessere sociale sarebbero pari al 5 per cento. In Lim, B., Yoo, J., Hong, K. e Cheong, I., "Impacts of Reverse Global Value Chain (GVC) Factors on Global Trade and Energy Market", *Energies*, vol. 14(12), giugno 2021, pag. 3417, si stima che in una situazione in cui la Cina è separata dal resto dei paesi le perdite in termini di benessere sociale sarebbero comprese tra l'1,6 e il 6,2 per cento. Dal punto di vista quantitativo, le perdite in termini di benessere sociale nell'impostazione *flessibile* possono essere inferiori rispetto ad alcuni studi recenti. Tuttavia, ciò riflette il fatto che il modello impiegato in questa sede contempla le ripercussioni di un ritorno ai livelli degli anni '90 del 1900 dello scambio di beni intermedi tra i blocchi geopolitici, mentre la maggior parte della letteratura recente si concentra sullo scenario più destabilizzante di una completa paralisi commerciale tra i blocchi.

## Grafico B

### Variazione della spesa nazionale lorda

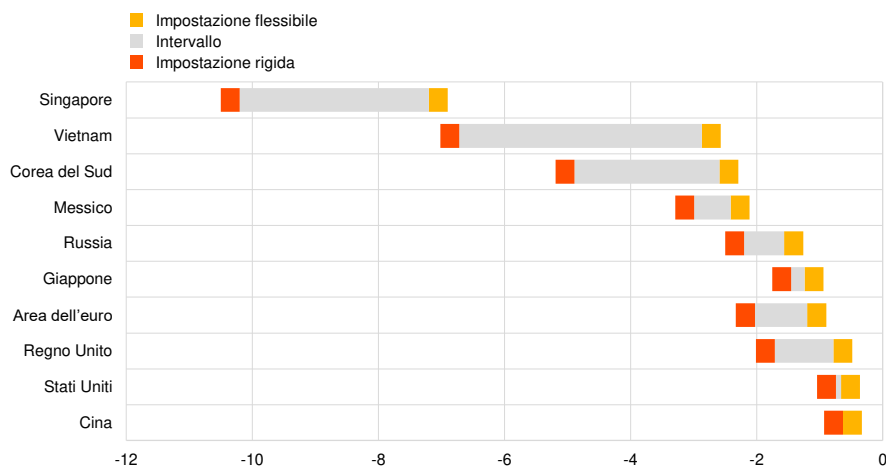
#### a) Mondiale

(deviazione dallo stato di equilibrio, valori percentuali)



#### b) Singoli paesi

(deviazione dallo stato di equilibrio, valori percentuali)



Fonti: Baqaee e Farhi, Banca asiatica di sviluppo, base dati FPS ed elaborazioni della BCE.

Note: l'impatto non lineare viene simulato attraverso 25 iterazioni del modello log-lineare. In entrambi i pannelli le porzioni grigie degli istogrammi indicano l'intervallo tra l'impostazione *flessibile* (porzione gialla) e l'impostazione *rigida* (porzione rossa) e mostrano la portata degli effetti associati allo shock del commercio.

### Una frammentazione delle catene del valore in base a confini geopolitici genererebbe degli effetti sui prezzi, in quanto i produttori dovrebbero rinunciare agli input esteri, sostituendoli con soluzioni più costose.

L'impatto sui prezzi è una risultante dello shock ai prezzi delle importazioni e degli effetti di riallocazione discussi sopra. Ciò si riflette nell'eterogeneità della reazione dei prezzi in base al paese (cfr. il pannello a) del grafico C). Se si considera l'economia mondiale, l'aumento del livello dei prezzi al consumo è compreso in un intervallo tra lo 0,9 (impostazione *flessibile*) e il 4,8 per cento (impostazione *rigida*), mentre per gli Stati Uniti tale intervallo è compreso tra l'1,7 e il 4,9 per cento<sup>14</sup>. Per l'area dell'euro

<sup>14</sup> Poiché nello scenario rigido la crescita salariale è, per definizione, uguale a zero, l'aumento del livello dei prezzi al consumo equivale alla diminuzione dei salari in termini reali. Per quanto concerne la funzione di reazione delle banche centrali, cfr. la nota 7 a piè di pagina.

l'aumento dei prezzi più contenuto rispetto ad altri paesi di grandi dimensioni è riconducibile alle più lievi pressioni inflazionistiche al rialzo derivanti dagli effetti di riallocazione. La frammentazione degli scambi comporta altresì un impatto sulla distribuzione, che si palesa nel relativo andamento dei salari per i lavoratori con un livello di qualifica basso, medio e alto. Il pannello b) del grafico C mostra la dinamica salariale relativa alla manodopera mediamente qualificata. Nel blocco occidentale la frammentazione commerciale ridistribuisce i redditi a favore dei lavoratori scarsamente qualificati, le cui retribuzioni presentano un andamento più favorevole rispetto a quelle dei prestatori d'opera con qualifiche professionali elevate<sup>15</sup>. Ciò rispecchia la circostanza per cui, in un contesto di frammentazione commerciale, i paesi occidentali importerebbero una quantità minore di beni con input di lavoro scarsamente qualificato dal blocco orientale, aumentando pertanto la domanda e i salari della manodopera con un basso livello di qualifica nel blocco occidentale. Per contro, nel blocco orientale, le retribuzioni dei lavoratori scarsamente qualificati diminuiscono rispetto a quelle della manodopera con un alto livello di qualifica.

---

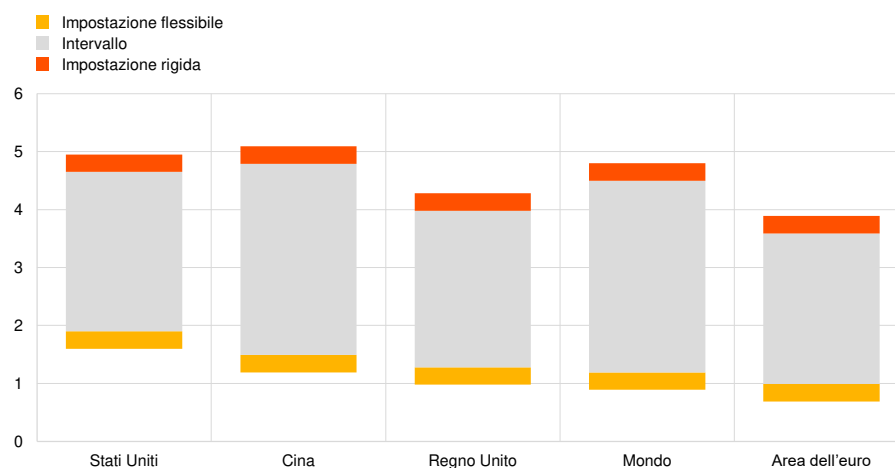
<sup>15</sup> L'impatto positivo sui salari della manodopera altamente qualificata (rispetto a quelli dei lavoratori con qualifica media) nel blocco occidentale è ascrivibile principalmente a pochi paesi all'interno del blocco, che inizialmente hanno una percentuale più bassa di personale con qualifiche elevate e per i quali la rilocalizzazione in paesi amici comporta un aumento della domanda.

## Grafico C

### Impatto nominale della frammentazione commerciale

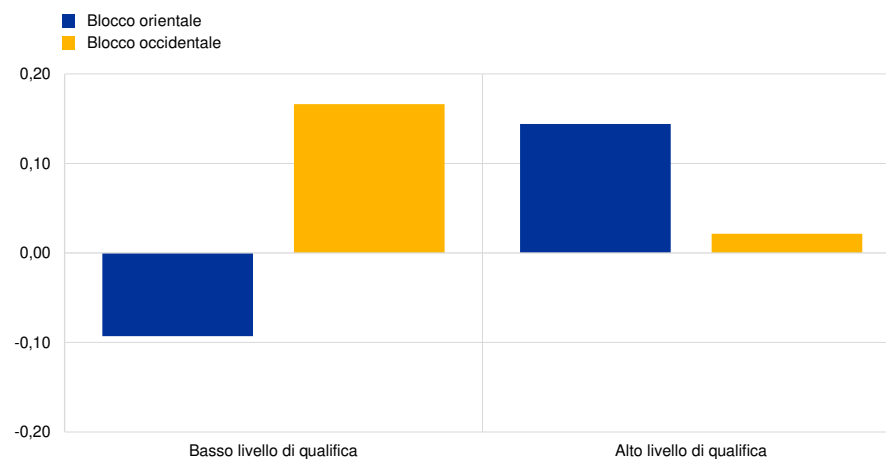
#### a) Prezzi al consumo

(deviazione dallo stato di equilibrio, valori percentuali)



#### b) Salari

(deviazione dallo stato di equilibrio rispetto alla manodopera con livello medio di qualifica, valori percentuali)



Fonti: Baqaee e Farhi, Banca asiatica di sviluppo, base dati FPS ed elaborazioni della BCE.

Note: impatto non lineare simulato attraverso 25 iterazioni del modello log-lineare. Nel pannello a) le porzioni grigie degli istogrammi indicano l'intervallo tra l'impostazione *flessibile* (porzione gialla) e l'impostazione *rigida* (porzione rossa) e mostrano la portata degli effetti associati allo shock del commercio. Il pannello b) fa riferimento all'impostazione *flessibile*.

**Le stime mostrate nel presente riquadro sono caratterizzate da incertezza, in quanto l'andamento futuro della frammentazione commerciale resta ampiamente imprevedibile e in questa sede non sono presi in considerazione altri effetti di amplificazione che potrebbero concretizzarsi.** Le stime sono fortemente influenzate dall'ampiezza e dall'entità di uno scenario di separazione totale. Se la divisione tra est e ovest si limita ai settori strategici (automobili, macchinari, apparecchiature elettroniche, metalli), l'impatto che ne deriva è sostanzialmente inferiore, con perdite a livello mondiale in termini di spesa nazionale lorda comprese tra lo 0,5 e il 2,5 per cento. Per contro, in uno scenario che contempla una separazione non solo tra est e ovest, ma anche all'interno dei singoli

blocchi, in base ai settori strategici, l'impatto aumenterebbe di circa un terzo<sup>16</sup>. La composizione dei blocchi potrebbe inoltre non essere conforme all'allocazione meccanica adottata in questa sede, basata sulle votazioni dell'ONU, in particolare perché alcuni paesi potrebbero avere posizioni non allineate. Nel breve periodo potrebbero insorgere perdite perfino maggiori, a causa di altri fattori che esulano dai salari rigidi e dalla bassa sostituibilità, ad esempio la presenza di input critici difficili da sostituire (come il litio o i minerali rari), che potrebbe comportare delle interruzioni momentanee della produzione, o meccanismi di amplificazione finanziaria (ad esempio sotto forma di un aumento dei premi per il rischio). Nel più lungo periodo anche alcuni canali di trasmissione non considerati nel presente riquadro, quale la diffusione delle conoscenze tra paesi, potrebbero incidere negativamente sulla crescita.

**In conclusione, da una prospettiva puramente economica, la frammentazione commerciale rappresenterebbe una situazione svantaggiosa per tutti, dati i costi che comporta sia a livello mondiale, sia di singolo paese.** Sebbene le stime di cui sopra siano soggette a rischi sia al rialzo sia al ribasso (in base all'ampiezza e alla portata dello scenario di frammentazione considerato), da una prospettiva puramente economica la frammentazione commerciale sarebbe notevolmente costosa, in termini di distorsioni consistenti degli scambi, diminuzione del benessere sociale e aumento dei prezzi. Oltre ai risultati illustrati nel presente riquadro, le evidenze a livello accademico suggeriscono che la rilocalizzazione domestica potrebbe accrescere le vulnerabilità economiche, a seguito del minore grado di diversificazione e di condivisione dei rischi<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Tale scenario alternativo contempla delle barriere (non tariffarie) al commercio dei beni intermedi tra i due blocchi in tutti i settori, come nello scenario di base. Oltre a ciò, si verifica l'aggiunta di analoghe barriere (non tariffarie) al commercio di beni intermedi tra zone di libero scambio regionali (l'Accordo Stati Uniti-Messico-Canada, il Mercosur, l'UE, il Partenariato Economico Globale Regionale) per settori strategici (automobili, macchinari, apparecchiature elettroniche, metalli).

<sup>17</sup> Cfr., ad esempio, Bonadio, B., Huo, Z., Levchenko, A. e Pandalai-Nayar, N., "Global supply chains in the pandemic", *Journal of International Economics*, vol. 133, 2021; e "[Shocks, risks and global value chains: insights from the OECD METRO model](#)", Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, giugno 2020.

## Catene globali del valore e pandemia: l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta

a cura di Laura Lebastard e Roberta Serafini

**Il presente riquadro esamina l'impatto della pandemia sulle catene globali del valore utilizzando dati relativi alla Francia, riferiti in particolare al periodo fra settembre 2020 e dicembre 2021, quando si sono manifestate strozzature dal lato dell'offerta<sup>1</sup>.** La pandemia ha determinato una contrazione della domanda e dell'offerta che si è verificata sia a livello domestico che internazionale. Le imprese attive nel commercio internazionale, pertanto, sono state esposte a turbative su scala globale, in aggiunta a quelle nazionali: il calo dell'offerta ha determinato una carenza di input intermedi presso le imprese importatrici, e ciò ha coinciso con una domanda estera più debole per le imprese esportatrici. Le imprese che partecipano alle catene globali del valore (le cosiddette imprese CGV), ossia imprese che importano ed esportano, si sono trovate ad affrontare entrambe queste sfide contemporaneamente. I riscontri aneddotici mostrano che la limitata disponibilità di input essenziali ha frenato la capacità produttiva delle imprese che partecipano alle catene globali del valore e, di conseguenza, le loro esportazioni, come nel caso della disponibilità di microchip per l'industria automobilistica<sup>2</sup>. Il presente riquadro, basato su dati relativi al commercio altamente granulari riferiti all'intero universo delle imprese francesi, mostra che la partecipazione alle catene globali del valore ha accresciuto la vulnerabilità delle imprese stesse agli impatti economici della pandemia. I riscontri presentati sono in grado di fornire indicazioni sugli andamenti nell'area dell'euro in generale, in quanto sia la dinamica delle esportazioni francesi durante la pandemia, sia l'esposizione nel tempo alle strozzature dal lato dell'offerta sono state simili a quelle osservate per l'area nel suo complesso in termini di tempistica ed entità dell'aggiustamento<sup>3</sup>.

**A differenza di quanto avvenuto durante la crisi finanziaria mondiale, durante la pandemia le imprese CGV hanno registrato un calo delle esportazioni più marcato rispetto ad altri esportatori, a indicare che le catene del valore dal lato dell'offerta possono essere fonte di vulnerabilità o di resilienza, a seconda della natura della crisi.** Ai fini del presente riquadro, le imprese che hanno effettuato esportazioni ogni mese nei sei mesi precedenti l'insorgere della pandemia e hanno importato almeno una volta nello stesso arco temporale sono considerate imprese CGV. All'insorgere della crisi legata al COVID-19 le imprese integrate nelle

<sup>1</sup> Il presente riquadro si basa in parte su Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., "GVC exporter performance during the COVID-19 pandemic: the role of fiscal policies revisited", *Working Paper Series*, n. 2766, BCE, gennaio 2023.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 2 *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> La composizione delle imprese francesi attive nel commercio internazionale è simile a quella di altri paesi dell'area dell'euro. In particolare, le imprese che sono sia importatrici che esportatrici rappresentano una quota relativamente bassa del totale delle imprese che operano nel commercio, ma corrispondono a una quota ampiamente maggioritaria rispetto al totale in termini di valore (cfr. "Globalisation patterns in EU trade and investment", Eurostat, edizione del 2017). Anche i paesi esportatori mostrano caratteristiche simili (cfr. Marin, D., Schymik, J. e Tschke, J., "Europe's export superstars — it's the organisation!", *Working Papers*, n. 2015/05, Bruegel, luglio 2015).

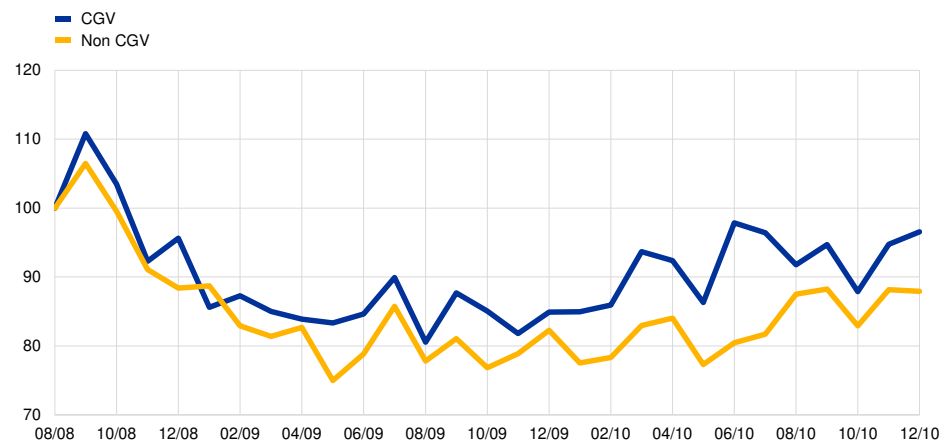
reti produttive mondiali hanno registrato il calo delle esportazioni più marcato in assoluto e, dopo la riapertura dell'economia, hanno recuperato a un ritmo più lento rispetto ad altri esportatori (cfr. il pannello a) del grafico A). Ad aprile 2020 gli esportatori che partecipano alle catene globali del valore hanno registrato un calo nel valore delle proprie esportazioni pari al 42 per cento rispetto a gennaio 2020. Per altri esportatori il calo cumulato è stato meno drastico e a maggio 2020 è stato raggiunto un punto di minimo inferiore del 28 per cento rispetto al livello di gennaio 2020. Le due categorie di esportatori hanno evidenziato tendenze ancor più divergenti nell'estate del 2020, quando le restrizioni legate alla pandemia sono venute meno. A marzo 2021 gli esportatori non coinvolti nelle catene globali del valore erano tornati sui livelli di gennaio 2020 e a settembre del 2021 avevano segnato un recupero che andava ben oltre i livelli precedenti la pandemia, mentre le imprese CGV sono riuscite a superare i livelli di esportazione di gennaio 2020 solo a dicembre 2021. Durante la crisi finanziaria mondiale del 2008, per contro, le imprese coinvolte nelle catene globali del valore avevano mostrato una maggiore tenuta (cfr. il pannello b) del grafico A). Rispetto alla crisi legata al COVID-19, il crollo del commercio internazionale verificatosi nel 2008 è stato meno imponente e meno repentino, sebbene più duraturo.

## Grafico A

### Valore delle esportazioni delle imprese

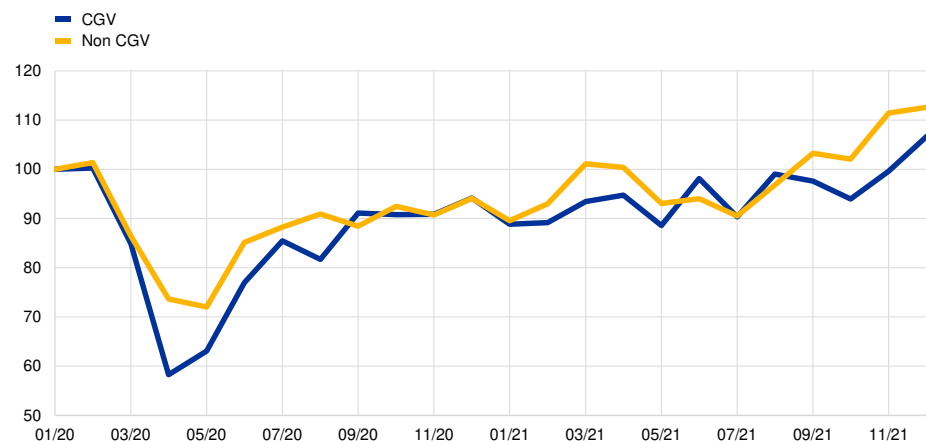
#### a) Crisi finanziaria mondiale

(esportazioni totali; mese base (agosto 2008) = 100)



#### b) Crisi legata al COVID-19

(esportazioni totali; mese base (gennaio 2020) = 100)



Fonti: Direction générale des douanes et droits indirects ed elaborazioni degli autori.  
Nota: il grafico è basato su dati a livello di impresa per la Francia.

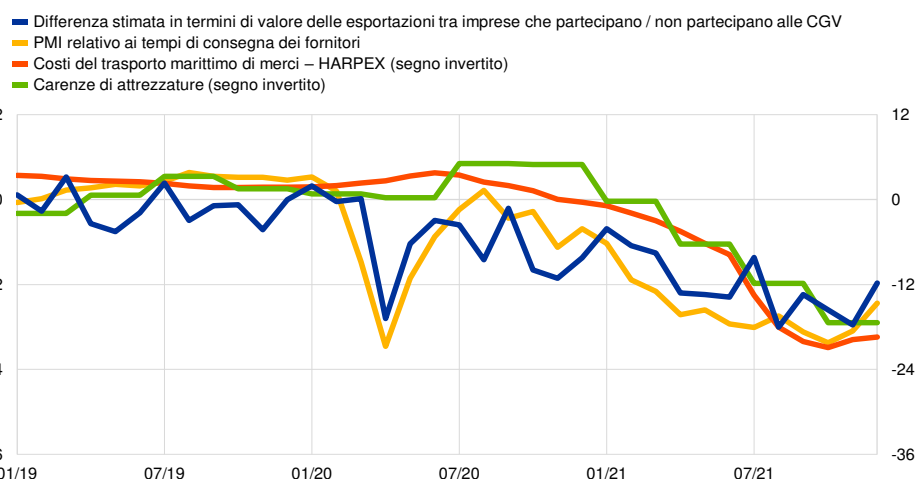
**L'analisi empirica conferma che le esportazioni delle imprese CGV hanno risentito della pandemia in misura relativamente significativa, in particolare dopo l'intensificarsi delle strozzature dal lato dell'offerta nel settembre del 2020.** Un event study che mette a confronto le due tipologie di esportatori illustra il manifestarsi, ad aprile e maggio 2020, della prima conseguenza avversa e improvvisa dell'essere parte di una catena globale del valore durante la crisi legata al COVID-19 e mostra un nuovo calo delle esportazioni osservato a partire da ottobre 2020, che si è rivelato più progressivo e persistente (cfr. la linea blu del

grafico B)<sup>4</sup>. Il primo calo delle esportazioni osservato presso le imprese CGV rispetto ad altre imprese esportatrici si è verificato ad aprile, mentre in Cina il lockdown era iniziato a gennaio. Questo impatto ritardato potrebbe essere ricondotto al tempo che impiega una nave da carico a giungere in Francia dalla Cina (sei settimane). Ciò ha differito la propagazione della crisi e l'effetto avverso sulle scorte di input intermedi presso le imprese coinvolte nelle catene globali del valore, consentendo a queste ultime di preservare la produzione per un breve periodo di tempo. La linea blu del grafico B mostra la differenza in termini di valore delle esportazioni tra le imprese coinvolte e quelle non coinvolte nelle catene globali del valore nel periodo fra settembre 2020 e dicembre 2021 e può essere interpretata come una misura a livello di impresa delle turbative dal lato dell'offerta. L'andamento tracciato da questa linea è molto simile a quello di altri indicatori utilizzati abitualmente per monitorare le strozzature (ad esempio gli indicatori basati sui tempi di consegna degli approvvigionamenti, sui costi dei trasporti o sulla carenza di attrezzature).

### Grafico B

Indicatori delle strozzature nel commercio internazionale e differenza in termini di valore delle esportazioni tra le imprese CGV e le imprese non CGV

(punteggio Z)



Fonti: Direction générale des douanes et droits indirects, Markit, S.&P Global, Harper Petersen, Commissione europea ed elaborazioni degli autori.

Note: tutti gli indici sono stati normalizzati utilizzando punteggi Z per il periodo compreso tra gennaio 2000 e ottobre 2022.

Un aumento del punteggio per il PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori riferito alla totalità dei beni e dei beni intermedi segnala un miglioramento (ossia una riduzione dei tempi di consegna). L'indice HARPEX (Harper Petersen Charter Rates Index) riflette l'andamento dei prezzi a livello mondiale nel mercato dei noli a tempo delle navi portacontainer. La Commissione europea misura la carenza di attrezzature come fattore che limita la produzione, espresso come percentuale di intervistati che hanno segnalato un aumento meno la percentuale di quelli che hanno segnalato una diminuzione. Tutti gli indicatori relativi alle strozzature si riferiscono alla Francia, ad eccezione di HARPEX, che è un indice globale.

### Gli esportatori che importano beni da luoghi geograficamente più prossimi hanno risentito delle strozzature dal lato dell'offerta in misura minore rispetto

<sup>4</sup> Il grafico B mostra  $\beta_j$  stimato come in Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., op. cit., che utilizza la seguente specificazione econometrica, in cui la variabile dipendente è il logaritmo naturale delle esportazioni:  $\ln export_{it} = \sum_{j=-12}^4 \beta_j COVID19_{jt} \times GVC_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$ . Il gruppo di trattamento include tutte le imprese CGV (vale a dire sia le imprese importatrici che le imprese esportatrici) nel periodo precedente la pandemia, mentre il gruppo di controllo è costituito dagli altri esportatori. Il modello econometrico tiene conto della dimensione delle imprese includendo effetti fissi specifici delle imprese e tiene conto degli shock specifici di un dato periodo utilizzando effetti fissi temporali. Il punto di riferimento è dicembre 2019. La banca dati comprende l'intero universo delle imprese esportatrici in Francia, mentre le imprese che hanno esportato occasionalmente nel periodo antecedente la pandemia non sono state considerate.

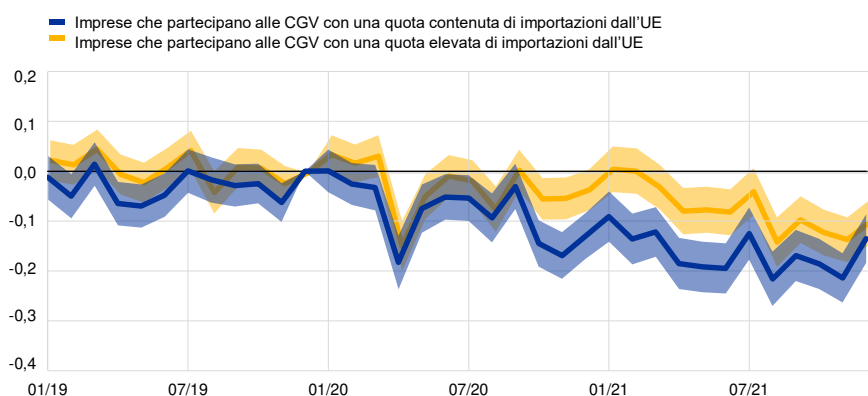
**a quelli che importano da zone più lontane.** Le imprese con un'incidenza più elevata di input importati da altri Stati membri dell'UE sono state colpite in misura minore durante il periodo del lockdown rispetto alle imprese che facevano maggiore affidamento su input provenienti dal resto del mondo (cfr. il pannello a) del grafico C). Inoltre, le imprese che partecipano alle catene globali del valore che importano per lo più dall'UE hanno risentito delle strozzature dal lato dell'offerta con un certo ritardo, con gli effetti avversi che si sono manifestati solo a partire da aprile 2021. Tra settembre 2020 e dicembre 2021 le mancate esportazioni presso le imprese che importano da zone più remote sono state il doppio rispetto a quelle registrate dalle imprese che importano dai paesi dell'UE. Per contro, nello stesso periodo le imprese con la più forte dipendenza dagli input provenienti dalla Cina sono state quelle maggiormente colpite (cfr. il pannello b) del grafico C), verosimilmente a causa delle misure di chiusura più rigorose e prolungate in Cina e dei tempi di consegna più lunghi per il trasporto marittimo dall'Asia.

### Grafico C

Differenze in termini di valore delle esportazioni presso le imprese CGV a seconda dei paesi di provenienza degli input da esse importati

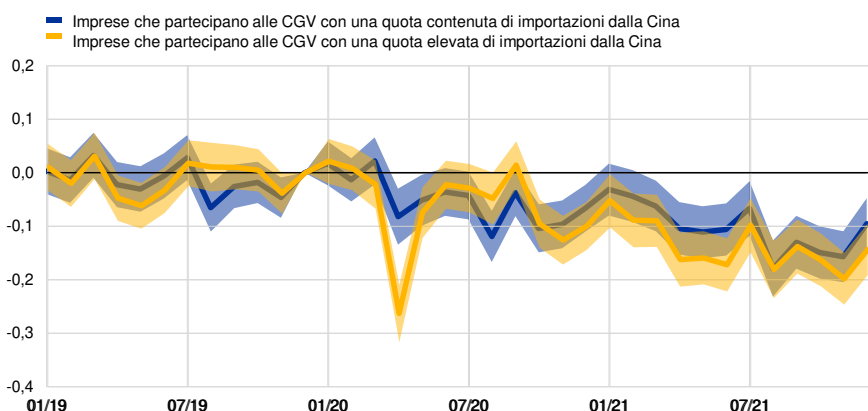
#### a) Unione europea

(coefficienti e intervalli di confidenza del 95 per cento)



#### b) Cina

(coefficienti e intervalli di confidenza del 95 per cento)



Note: si tratta di un event study che utilizza un'impostazione simile alla linea blu del grafico B. La regressione dell'event study è la seguente:  $\ln export_{it} = \alpha + \sum_{j=-12}^{24} \beta_j Covid_{jt} * GVC_i * LowShare_i + \sum_{k=-12}^{24} \beta_k Covid_{kt} * GVC_i * (1 - LowShare_i) + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$ . LowShare assume un valore pari a 1 se nei sei mesi precedenti la pandemia la quota dei beni importati da un determinato paese è stata inferiore alla mediana (presso le imprese CGV), mentre HighShare ha il funzionamento opposto. Il punto di riferimento è dicembre 2019.

**Un calcolo stilizzato basato sulle stime precedentemente illustrate suggerisce che un calo delle esportazioni pari all'incirca all'1 per cento del PIL nominale dell'area dell'euro nel 2020 e al 2 per cento nel 2021 possa essere riconducibile a turbative dal lato dell'offerta.** Per effettuare questo calcolo si è combinata l'elasticità ricavata dal grafico B con gli indicatori nazionali sulla partecipazione delle imprese alle catene globali del valore negli altri paesi dell'area dell'euro, al fine di stimare le ripercussioni del COVID-19 e delle conseguenti strozzature dal lato dell'offerta sulle esportazioni dell'area dell'euro<sup>5</sup>. I risultati di questo calcolo sono in linea con le precedenti analisi condotte per l'area dell'euro dalla BCE sulla base di dati macroeconomici<sup>6</sup>. È probabile che si siano evidenziate notevoli differenze tra i diversi paesi dell'area dell'euro per quanto riguarda l'impatto delle strozzature dal lato dell'offerta, in ragione della diversa partecipazione alle catene globali del valore che caratterizza tali paesi.

---

<sup>5</sup> La quota delle esportazioni delle imprese CGV sul totale delle esportazioni è calcolata sulla base delle stime riportate in Lebastard, L., Matani, M. e Serafini, R., op. cit. Si tratta di stime per la Francia (il 95 per cento delle esportazioni provengono da imprese CGV) che sono estese agli altri paesi dell'area dell'euro riparametrando l'indice della "backward participation" riferito alle catene globali del valore e disponibile nella banca dati TiVa dell'OCSE. Le esportazioni totali delle imprese CGV sono quindi calcolate come quota delle esportazioni di tali imprese sul totale delle esportazioni di ciascun paese al mese di dicembre 2019. Ipotizzando che i risultati per la Francia siano rappresentativi dell'area dell'euro nel suo insieme, l'elasticità mostrata nel pannello a) del grafico C viene poi applicata alle esportazioni totali delle imprese CGV in ciascun mese per ciascun paese al fine di calcolare il calo complessivo delle esportazioni dovuto alle strozzature dal lato dell'offerta. Tale calo viene poi diviso per il PIL di ciascun paese e annualizzato per ottenere l'impatto annuo delle strozzature sulle esportazioni, espresso in percentuale del PIL.

<sup>6</sup> Cfr., il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

## 5 Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia

a cura di Niccolò Battistini, Alina Bobasu e Johannes Gareis

**Il recente rincaro dei prezzi dei beni energetici nell'area dell'euro ha determinato un significativo deterioramento delle ragioni di scambio dell'energia.** Tale deterioramento (definito come il rapporto fra prezzi

all'esportazione e prezzi all'importazione) ha determinato una perdita cumulata di 2,4 punti percentuali del PIL tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022, la più consistente perdita in cinque trimestri registrata dall'introduzione dell'euro (cfr. il punto rosso nel grafico A)<sup>1</sup>. Pertanto, come è avvenuta la ripartizione di tale perdita tra famiglie e imprese? Il presente riquadro adotta un approccio in due fasi per valutare l'impatto disomogeneo del recente rincaro dei beni energetici importati nell'area dell'euro. In primo luogo, utilizza dati disaggregati per distinguere gli effetti del recente deterioramento delle ragioni di scambio dei beni energetici sulla spesa finale da quelli sul reddito aggregato, suddividendo le perdite di potere d'acquisto implicite all'interno della distribuzione del reddito delle famiglie. In secondo luogo, il riquadro utilizza modelli strutturali per individuare lo shock sui prezzi dell'energia alla base del recente deterioramento delle ragioni di scambio e per valutarne gli effetti diretti, indiretti e secondari sull'economia nel suo complesso<sup>2</sup>. In tutto il riquadro le variabili sono espresse in termini nominali.

---

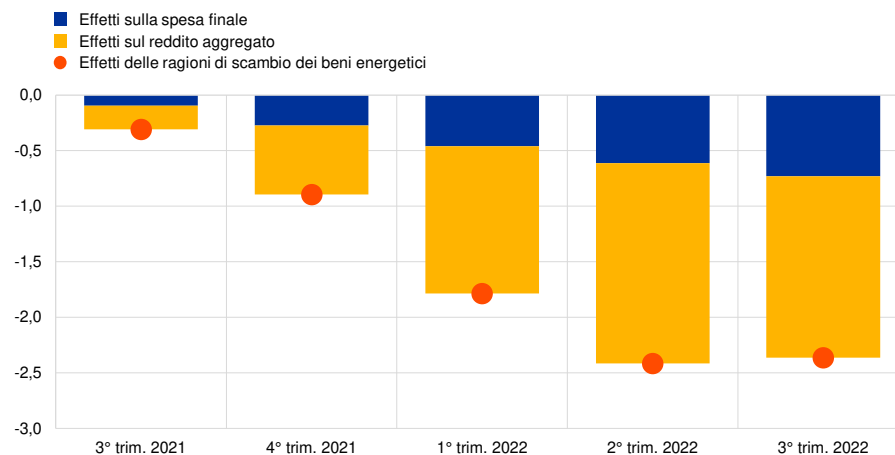
<sup>1</sup> Per maggiori dettagli sul calcolo delle ragioni di scambio, cfr. il riquadro 1 [Gli effetti su reddito reale e conto corrente del deterioramento delle ragioni di scambio](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino

<sup>2</sup> Gli effetti diretti sono il risultato di un collegamento immediato tra le specifiche componenti di spesa/reddito e l'energia importata, mentre gli effetti indiretti colgono la trasmissione dello shock sui prezzi dell'energia attraverso la catena di produzione e distribuzione. Gli effetti di secondo impatto si verificano quando gli operatori modificano il proprio comportamento di consumo o investimento in risposta allo shock o trasmettono gli effetti dei prezzi dell'energia al processo di formazione di salari e prezzi, a seconda delle caratteristiche economiche, istituzionali o politiche più generali. La tassonomia dei diversi effetti sull'economia nel suo complesso rispecchia la tassonomia dei diversi effetti dei rincari dei beni energetici sull'inflazione. Cfr. ad esempio il riquadro 2 [La dinamica della quota dei salari e gli effetti di secondo impatto sull'inflazione dopo i rincari dei beni energetici negli anni '70 e oggi](#) nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Effetti delle ragioni di scambio dei beni energetici sul PIL

(variazioni cumulate, in punti percentuali del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli effetti delle ragioni di scambio dei beni energetici sono calcolati ponderando le variazioni dei prezzi dei beni energetici all'esportazione e all'importazione per la quota di esportazioni e importazioni di energia sul PIL (tutti in termini nominali). Gli effetti sulla spesa finale e sul reddito aggregato sono ulteriormente distinti utilizzando informazioni disaggregate provenienti dalle tavole input-output annuali sul contenuto di beni importati delle spese. Nello specifico, il contributo all'importazione delle ragioni di scambio dei beni energetici è inizialmente scomposto in base alla quota di importazioni di energia per consumi privati, consumi collettivi, investimenti totali, scorte e input intermedi sul totale delle importazioni di energia. Gli effetti sulla spesa finale sono costituiti dal negativo della somma del contributo all'importazione dei consumi privati, dei consumi collettivi, degli investimenti totali e delle scorte. Gli effetti sul reddito aggregato corrispondono alla differenza tra il contributo all'esportazione e quello all'importazione degli input intermedi. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2022.

### Gli effetti delle ragioni di scambio dei beni energetici si sono riflessi in una perdita nel reddito aggregato e, in misura minore, un'impennata nella spesa finale per consumi privati.

Gli effetti dei rincari dell'energia e delle successive variazioni delle ragioni di scambio sul PIL sono calcolati come differenza tra l'impatto sulle esportazioni di beni energetici interni e l'impatto sulle importazioni di beni energetici esteri per gli input intermedi e la spesa finale. Poiché anche l'aumento della spesa finale per l'energia fa aumentare il PIL, gli effetti dell'aumento dei prezzi dell'energia sul PIL attraverso la spesa finale si annullano in termini netti. Pertanto, l'impatto netto su esportazioni e importazioni tramite input intermedi misura l'effetto rimanente sul reddito aggregato. A causa della mancanza di dati trimestrali granulari, tali effetti attraverso la spesa e il reddito possono essere distinti solo utilizzando le informazioni disaggregate presenti nelle tavole input-output annuali, che mostrano la quantità di beni energetici importati all'interno della spesa<sup>3</sup>. Su tale base, la perdita delle ragioni di scambio dei beni energetici dal terzo trimestre del 2021 al terzo trimestre del 2022 si è riflessa in un calo del reddito aggregato di 1,7 punti percentuali del PIL e in un aumento della spesa finale di 0,7 punti

<sup>3</sup> La quantità di beni energetici importati è calcolata sulla base delle tavole di input-output mondiali FIGARO (suddivise per settore) dell'Eurostat del periodo tra il 2010 e il 2020. I dati sulle importazioni e sulle esportazioni per l'area dell'euro tengono conto dei flussi all'interno e all'esterno dell'area, in linea con il concetto di contabilità nazionale. La scomposizione della spesa è costituita da consumi privati (comprese famiglie e istituzioni senza scopo di lucro), consumi collettivi, investimenti totali (incluse le scorte), esportazioni e importazioni. Le serie temporali trimestrali sono ottenute mediante interpolazione lineare (fino al 2020) ed estrapolazione continua (prima del 2010 e dopo il 2020) delle serie temporali annuali.

percentuali del PIL (cfr. gli istogrammi del grafico A), quasi interamente dovuto ai consumi privati<sup>4</sup>.

**Le diverse esposizioni delle famiglie alle oscillazioni dei costi energetici e del reddito aggregato comportano un impatto relativamente maggiore dei rincari energetici sulle famiglie a più basso reddito.** Le esposizioni energetiche variano in misura significativa tra i diversi gruppi di reddito, in quanto le famiglie nel quintile più basso spendono il 12 per cento del reddito a loro disposizione in elettricità, gas e riscaldamento, mentre quelle appartenenti al quintile più alto spendono solo il 4 per cento. Anche l'elasticità al reddito differisce in misura significativa tra le varie famiglie, giacché il reddito da lavoro è meno ciclico e rappresenta la principale fonte per le famiglie a più basso reddito, mentre quello non da lavoro è più ciclico e interessa principalmente le famiglie a più alto reddito<sup>5</sup>. Assieme agli effetti sui consumi privati e sul reddito aggregato derivanti dall'analisi precedente, queste esposizioni energetiche ed elasticità al reddito indicano che, in percentuale del proprio reddito, le famiglie nel quintile più basso hanno subito perdite di potere di acquisto pari al doppio di quelle nel quintile più alto, tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022 (cfr. il grafico B). Insieme alle riserve di liquidità relativamente scarse delle famiglie a più basso reddito<sup>6</sup>, ciò indica che queste ultime hanno subito le conseguenze peggiori, rispetto al loro reddito, dei rincari energetici, nonostante le misure di bilancio che hanno fornito un certo sostegno<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> La composizione relativa della spesa interna per i beni energetici importati, fra la spesa finale e gli input intermedi, è coerente con i risultati riportati per il petrolio nel riquadro 3 *Corsi petroliferi, ragioni di scambio e consumi privati* del numero 6/2018 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Le elasticità al reddito specifiche per quintile sono ottenute moltiplicando l'elasticità dei salari (reddito da lavoro dipendente) e degli utili (margine operativo, reddito da capitale e reddito da lavoro autonomo) al reddito aggregato, rispettivamente, per la quota specifica per quintile di salari e profitti sul reddito totale. Le elasticità dei salari riflettono la stima beta per i lavoratori elaborata da Lenza, M. e Slacalek, J., "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2190, BCE, ottobre 2018, e sono altresì in linea con le misure presenti nel riquadro 5 *Rischio connesso al reddito delle famiglie e ciclo economico* del numero 6/2019 di questo Bollettino. Si ipotizza che l'elasticità degli utili sia pari all'unità. Le quote di salari e utili sul reddito totale sono ottenute dalle *statistiche sperimentali* elaborate da Lamarche, P., Oehler, F. e Riobóo, I., "European household's income, consumption and wealth", *Statistical Journal of the IAOS*, vol. 36, n. 4, novembre 2020, pagg. 1175-1188.

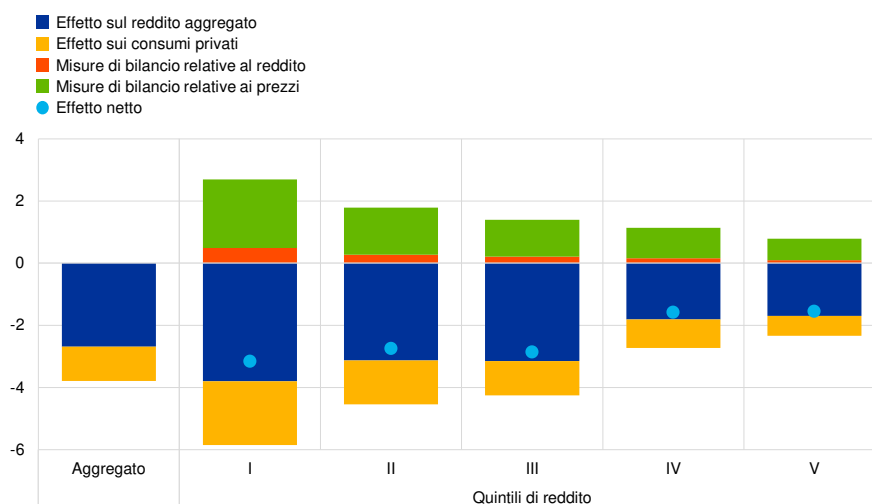
<sup>6</sup> Il tasso di risparmio mediano in percentuale del reddito disponibile delle famiglie è più elevato nei quintili con reddito più elevato. Mentre le famiglie a basso reddito non riescono ad accantonare risorse, con un tasso di risparmio mediano pari a circa il -5,8 per cento del reddito disponibile nel quintile di reddito più basso, quelle nel quintile di reddito più alto risparmiano circa il 40 per cento del loro reddito disponibile (secondo *le statistiche sperimentali dell'Eurostat su reddito, consumi e ricchezza*).

<sup>7</sup> Per maggiori dettagli in merito all'impatto sul reddito delle famiglie degli interventi fiscali di ristoro legati a energia e inflazione, cfr. il riquadro 2 nell'articolo *Politiche di bilancio e inflazione elevata* in questo numero del Bollettino. In tale riquadro, le misure relative al reddito si riferiscono esclusivamente agli interventi fiscali di ristoro legati all'energia. Esse sono semplicemente redistribuite utilizzando l'esposizione diretta delle famiglie ai consumi energetici e rappresentano i beni energetici importati all'interno dei consumi delle famiglie (10 per cento). Le misure relative ai prezzi sono redistribuite tra i quintili di reddito sulla base delle esposizioni energetiche, analogamente all'approccio adottato nel riquadro 2 dell'articolo di cui sopra.

## Grafico B

### Effetti netti per le famiglie della variazione delle ragioni di scambio dei beni energetici derivante dal recente shock sui prezzi dell'energia

(variazione cumulata tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022, in punti percentuali del reddito disponibile)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: gli effetti delle ragioni di scambio dei beni energetici sui consumi delle famiglie e sul reddito aggregato sono stati calcolati in base alle più recenti tavole di input-output FIGARO dell'Eurostat. Gli effetti sulla spesa e le misure di bilancio sono allocati utilizzando la quota di reddito disponibile destinata all'energia importata, sulla base delle informazioni provenienti dalle [statistiche sperimentali su reddito, consumi e ricchezza](#). Gli effetti aggregati sul reddito riflettono l'esposizione delle famiglie, nell'intera distribuzione del reddito, a reddito da lavoro (salari) e non da lavoro (utili, redditi da capitale e reddito da lavoro autonomo), sulla base delle informazioni provenienti dalle [statistiche sperimentali sul reddito e sui consumi ricavate dalle indagini sociali e dalle contabilità nazionali](#). Gli effetti netti si riferiscono all'impatto complessivo sul reddito aggregato e sui consumi privati, al netto degli effetti delle misure di bilancio (connesse a reddito e prezzi).

**Per valutare l'impatto complessivo dello shock sui prezzi dell'energia, si possono utilizzare modelli strutturali, che vanno al di là degli effetti osservati attraverso le ragioni di scambio energetiche.** Le ragioni di scambio dei beni energetici sono solo una prima misura dell'impatto degli shock sui prezzi dell'energia per due motivi: in primo luogo, reagiscono a molti altri shock e, in secondo luogo, rappresentano solo uno dei diversi canali attraverso cui gli shock sui prezzi dei beni energetici si propagano. Di seguito vengono utilizzati modelli economici strutturali per valutare gli effetti diretti, indiretti e secondari del recente shock sui prezzi dell'energia sull'economia nel suo complesso. In primo luogo, viene usato un modello di rete produttiva per distinguere gli effetti diretti e indiretti dello shock attraverso le catene di approvvigionamento mondiali in presenza di una limitata elasticità degli input alla sostituzione<sup>8</sup>. I modelli autoregressivi vettoriali strutturali (SVAR) stimano pertanto l'impatto complessivo dello shock sulla base di regolarità

<sup>8</sup> Il modello di rete produttiva ipotizza che gli shock si propagano in modo prospettico ai prezzi e retrospettivo alle vendite, tenendo conto delle complementarità fra gli input lungo le catene di approvvigionamento. Si ipotizza che lo shock sia di tipo tecnologico negativo, che ha colpito settori energetici non appartenenti all'area dell'euro in proporzione alla loro quota di prodotto mondiale. Poiché lo shock è approssimato dalla variazione percentuale sul trimestre precedente dei prezzi all'importazione dei beni energetici nell'area dell'euro (in linea con il modello econometrico di seguito), l'elasticità del modello dello shock è standardizzata per produrre un aumento di 1 punto percentuale dei prezzi all'importazione dei beni energetici nell'area dell'euro. L'elasticità della sostituzione è ipotizzata come pari allo 0,7, all'interno dell'intervallo delle stime compreso tra lo 0,5 e lo 0,9 documentato in letteratura. La specificazione e la calibrazione del modello di rete produttiva corrisponde al caso dell'economia circolare senza inefficienze come descritto da Baqaee, D.R. e Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, di prossima pubblicazione, 2023. Per un'applicazione del modello agli effetti economici mondiali della frammentazione degli scambi, cfr. il riquadro 3 *Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli* in questo numero del Bollettino.

storiche, tenendo conto degli effetti secondari derivanti dalle variazioni nei comportamenti degli operatori, nella formazione di prezzi e salari e nelle azioni di politica economica<sup>9</sup>.

**Il modello di rete produttiva mostra che gli effetti diretti e indiretti hanno influito principalmente sui consumi privati dal lato della spesa e sui settori non energetici dal lato del reddito.** Gli effetti diretti, che riflettono l'impatto su prezzi e quantità indotto dall'esposizione settoriale all'energia al di fuori dell'area dell'euro, hanno pesato sulle esportazioni nette per effetto delle maggiori importazioni di energia dal lato della spesa e hanno favorito il settore energetico attraverso maggiori vendite dal lato del reddito (cfr. il grafico C). Tuttavia, gli effetti indiretti, compresa la trasmissione completa dei prezzi dell'energia e la sostituzione dei beni energetici costosi, hanno colpito soprattutto i consumi privati dal lato della spesa. Inoltre tali effetti indiretti hanno causato perdite, soprattutto per le imprese non energetiche dal lato del reddito, in particolare per i settori ad alta intensità di energia, come i beni intermedi e i servizi di trasporto, e per i settori centrali, come le attività professionali e tecniche. Nel complesso, il modello di rete produttiva mostra che gli effetti indiretti hanno amplificato quelli diretti di circa la metà, passando da -0,6 a -0,9 punti percentuali del PIL (cfr. le linee continue del grafico C), tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022<sup>10</sup>.

---

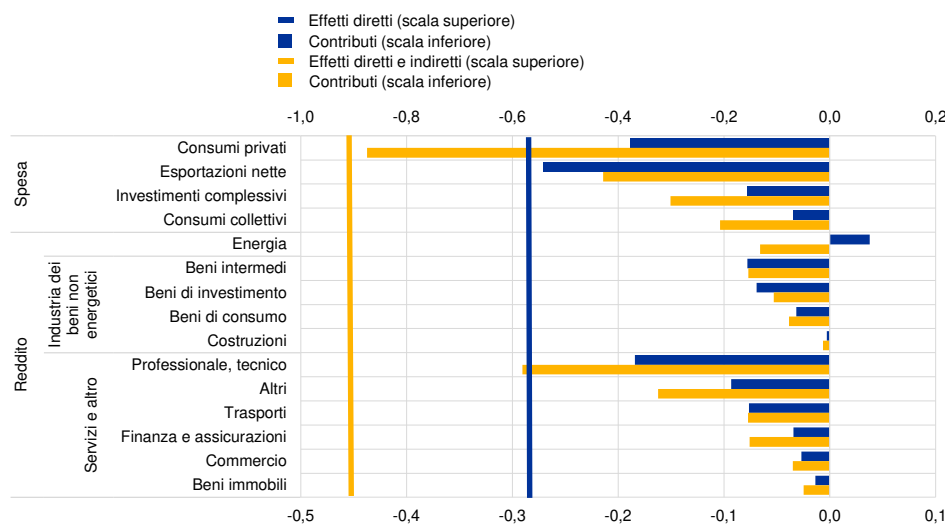
<sup>9</sup> I modelli considerati contengono lo stesso insieme di variabili fondamentali, integrate da variabili dal lato della spesa o del reddito del PIL e del reddito disponibile settoriale. Le variabili fondamentali includono le perdite di reddito legate alle importazioni dei beni energetici per l'area dell'euro, un indice delle condizioni economiche mondiali, il tasso di cambio effettivo dell'area, il PIL in termini reali dell'area, il deflatore del PIL, il deflatore dei consumi privati e un tasso di interesse a breve termine. I modelli sono stimati con dati dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2019, al fine di evitare che le eccezionali oscillazioni macroeconomiche dovute alla pandemia di coronavirus (COVID-19) impattino sui parametri stimati dal modello. Tutti i dati a eccezione dei tassi di interesse sono espressi come variazioni percentuali rispetto al trimestre precedente. Per l'indice delle condizioni globali, cfr. Baumeister C., Korobilis, D. e Lee, T.K., "Energy Markets and Global Economic Conditions", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 104, n. 4, 2022, pagg. 828-844. Il tasso di interesse a breve termine è approssimato dal tasso a breve termine ombra stimato da Wu, J.C. e Xia, F.D., "Time-Varying Lower Bound of Interest Rates in Europe", *Chicago Booth Research Paper* n. 17-06, 2017.

<sup>10</sup> Nell'intervallo delle calibrazioni alternative riportate in letteratura per l'elasticità della sostituzione dallo 0,5 allo 0,9, gli effetti diretti e indiretti variano rispettivamente da -1,5 a -0,3 punti percentuali del PIL, senza influire in misura significativa sulla distribuzione tra componenti di spesa, reddito e settore.

## Grafico C

### Effetti diretti e indiretti sull'economia nel suo complesso del recente shock sui prezzi dell'energia

(variazione cumulata tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022, punti percentuali del PIL)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

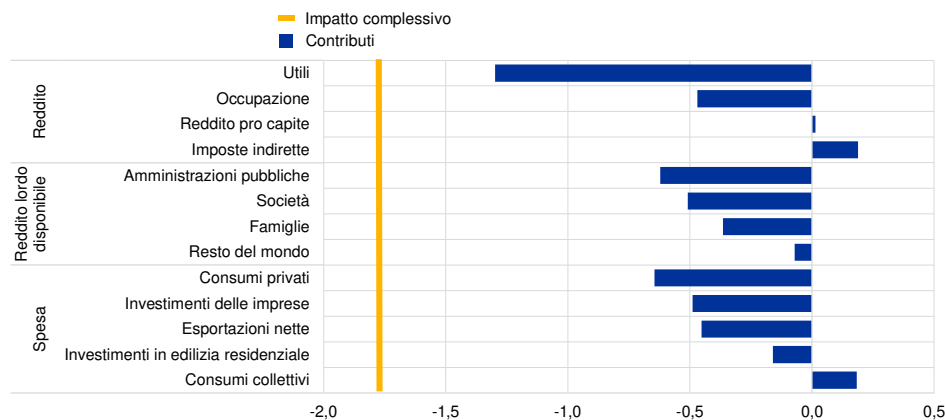
Note: l'elasticità diretta e indiretta delle diverse componenti agli shock dal lato dell'offerta dei beni energetici importati si basa su un modello di rete produttiva con dati del periodo tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022. L'aggregazione settoriale riflette le categorie di utilizzo finale di Eurostat (Principali comparti industriali o Main Industrial Groups, MIG), basate sulla classificazione NACE2, con correzioni a seconda della disaggregazione settoriale disponibile nelle tavole input-output mondiali FIGARO suddivise per industria. In particolare, per "Energia" si intendono i settori B, C19, D35, E36, per "Beni di consumo" i settori C10-C12, C13-C15, C18, C21, C31-C32, per "Beni intermedi" i settori C16, C17, C20, C22, C23, C24, C27, per "Beni di investimento" i settori C25, C26, C28, C29, C30, C33, per "Costruzioni" il settore F, per "Commercio" i settori G45, G46, G47, per "Trasporti" i settori H49, H50, H51, H52, H53, per "Finanza e assicurazioni" il settore K, per "Beni immobili" il settore L, per "Professionale, tecnico" i settori M69-M70, M71, M72, M73, M74-M75, N77, N78, N79, N80-N82, per "Altri" i restanti settori.

**I modelli econometrici indicano che l'impatto complessivo è stato ampiamente distribuito tra le componenti di spesa e percepito principalmente attraverso gli utili dal lato del reddito, mentre l'amministrazione pubblica ha in parte tutelato il reddito disponibile del settore privato.** Per quanto riguarda la scomposizione del PIL in base al reddito, lo shock ha determinato perdite sostanziali sugli utili e, in misura minore, sui redditi da lavoro dal terzo trimestre del 2021 al terzo trimestre del 2022 (cfr. il grafico D). Le perdite di reddito da lavoro sono state determinate principalmente dalle variazioni dell'occupazione, il che indica un aumento più robusto dell'occupazione in assenza di shock sui prezzi dei beni energetici nello stesso periodo. I risultati suggeriscono inoltre che l'intervento del settore pubblico ha svolto un ruolo significativo nell'attenuare l'impatto negativo sul settore privato. Ciò si riflette nella notevole perdita di reddito disponibile delle amministrazioni pubbliche rispetto a famiglie e imprese. Dal lato della spesa, la perdita complessiva del PIL è riconducibile a tutte le componenti di spesa, e in particolare ai consumi privati, seguiti dagli investimenti delle imprese. Rispetto agli effetti diretti e indiretti di cui sopra (cfr. il grafico C), questi risultati indicano che gli effetti secondari hanno modificato in misura significativa le conseguenze distributive dello shock sui prezzi dell'energia dal lato della spesa, propagandoli in modo più uniforme tra i consumi privati e gli investimenti. I modelli SVAR mostrano che il recente shock sui prezzi dei beni energetici ha avuto un impatto complessivo di -1,5 punti percentuali del PIL dal terzo trimestre del 2021 al terzo trimestre del 2022 (cfr. la linea continua del grafico D).

## Grafico D

### Effetti complessivi sull'economia generale del recente shock sui prezzi dell'energia

(variazione cumulata tra il terzo trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2022, in punti percentuali del PIL)



Fonti: Eurostat, Baumeister et al., Wu e Xia, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i risultati, basati su modelli SVAR, degli effetti del recente shock sui prezzi dell'energia per tre diverse scomposizioni del PIL nominale. Nello specifico, per ciascuna scomposizione, i modelli stimano l'impatto sul PIL e sulle sue componenti del recente shock sui prezzi dell'energia. L'impatto sulle componenti è successivamente ridefinito in base alla rispettiva quota media del PIL nel periodo campione. Il contributo delle imposte indirette, del resto del mondo (economia mondiale al di fuori dell'area dell'euro) e delle esportazioni nette è calcolato come differenza tra gli effetti del PIL complessivo e la somma dei contributi stimati delle componenti modellizzate. Per chiarezza espositiva, gli effetti sul PIL sono calcolati in media tra i modelli, con il contributo delle componenti calibrato di conseguenza. I modelli individuano uno shock sui prezzi dell'energia, ipotizzando che esso determini un aumento delle perdite di reddito legate alle importazioni di beni energetici per l'area dell'euro e un calo del PIL in termini reali, nonché un aumento dei deflatori del PIL e dei consumi privati, dove questi ultimi aumentano più dei primi. Poiché le variabili dal lato di spesa reddito del PIL e di reddito disponibile settoriale non sono soggette a vincoli nelle stime, la direzione e l'entità di tali risposte sono determinate dai dati. Per maggiori dettagli sulle variabili del modello, cfr. la nota 9 a piè di pagina. "Utili" fa riferimento al margine operativo lordo e al reddito misto, mentre "Investimenti delle imprese" si riferisce agli investimenti in beni diversi dalle costruzioni.

**Nel complesso, il presente riquadro rileva che il recente shock sui prezzi dell'energia ha pesato soprattutto sulle famiglie a più basso reddito e sulle imprese non energetiche, nonostante il sostegno fornito dai governi.** Il riquadro evidenzia il ruolo fondamentale dei dati disaggregati per valutare e quantificare gli effetti della variazione delle ragioni di scambio energetiche sulla spesa finale e sul reddito aggregato. Inoltre, l'analisi indica che gli effetti indiretti e secondari hanno ampiamente influenzato le implicazioni distributive del recente shock sui prezzi dei beni energetici. Nonostante le pressioni sui prezzi dei beni energetici abbiano registrato una moderazione negli ultimi mesi, gli effetti del relativo recente shock potrebbero continuare a manifestarsi nel breve periodo con il graduale aggiustamento dell'economia.

## Risultati della prova di stress del 2022 sul rischio climatico per il bilancio dell'Eurosistema

a cura di Maximilian Germann, Piotr Kusmierczyk e Christelle Puyo

**Nel 2022 la BCE ha sottoposto a una prova di stress sul rischio climatico il bilancio dell'Eurosistema** nell'ambito del proprio piano d'azione per l'inclusione di considerazioni relative al cambiamento climatico nella strategia di politica monetaria<sup>1</sup>. Tale esercizio è stato condotto al fine di: a) analizzare la sensibilità del profilo di rischio finanziario dell'Eurosistema al cambiamento climatico; b) migliorare le capacità di valutazione del rischio climatico da parte dell'Eurosistema. L'ambito dell'esercizio si è esteso a una serie di portafogli di politica monetaria dell'Eurosistema, in particolare alle consistenze di obbligazioni societarie, di obbligazioni bancarie garantite, di titoli garantiti da attività (asset-backed securities, ABS), nonché alle operazioni di credito garantite.

**Nella prova di stress sul rischio climatico sono stati impiegati scenari sviluppati sia dal Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS), sia dalla BCE.** Sono stati utilizzati tre scenari di lungo periodo di fase II dell'NGFS<sup>2</sup> che proiettano le variabili macro-finanziarie e climatiche su un orizzonte di 30 anni. Gli scenari differiscono per la misura in cui si ipotizza che le politiche in materia di clima siano state attuate (in primo luogo sotto forma di imposte sulle emissioni di carbonio) e per le diverse tipologie di rischi climatici che potrebbero manifestarsi in conseguenza. Lo scenario "effetto serra globale" (hot house world) implica gravi rischi fisici ma non contempla rischi di transizione, perché si basa sull'ipotesi di mancata attuazione di politiche in ambito climatico. Nello scenario di transizione disordinata, l'attuazione di politiche climatiche è differita, implicando gravi rischi di transizione ma rischi fisici solo limitati. I rischi derivanti dagli scenari di transizione disordinata e di effetto serra globale vengono analizzati a fronte di quelli correlati a uno scenario di transizione ordinata, che ipotizza la tempestiva attuazione di politiche in materia di clima. La prova di stress, inoltre, ha incorporato altri due scenari di breve periodo formulati dagli esperti della BCE: uno di rischio di alluvioni, che include gravi rischi fisici di cui si ipotizza la concretizzazione su un orizzonte di un anno, e uno di transizione disordinata nel breve periodo, che anticipa bruschi rincari del costo delle emissioni di carbonio su un orizzonte a breve termine (di tre anni). Alla luce delle sfide associate alla formulazione di scenari climatici di lungo periodo, questi due scenari a breve termine hanno fornito un ulteriore utile contributo all'analisi, con lo scenario del rischio di alluvioni che ha esposto le modalità attraverso cui un grave rischio fisico potrebbe potenzialmente materializzarsi in tutta Europa.

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. il comunicato stampa della BCE [La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria](#) dell'8 luglio 2021. La prova di stress sul rischio climatico è stata condotta dalla Direzione Gestione dei rischi della BCE in collaborazione con il Comitato per la gestione dei rischi (Risk Management Committee) dell'Eurosistema.

<sup>2</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. "[NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#)", Network for Greening the Financial System (NGFS), giugno 2021.

**La metodologia e l'ambito dell'esercizio sono stati allineati alla prova di stress sul rischio climatico 2022<sup>3</sup> condotta dalla vigilanza bancaria della BCE e all'esercizio analogo condotto dalla BCE a livello dell'intera economia nel 2021<sup>4</sup>.** In tutti i cinque scenari, gli shock al rischio di credito sono stati incorporati utilizzando modelli satellite specifici per ogni tipologia di esposizione finanziaria. Tali shock si basano sulla suddetta prova di stress del 2022 sul rischio climatico condotta dalla vigilanza bancaria della BCE, nonché sui dati dell'NGFS. Oltre agli shock creditizi, l'esercizio ha incorporato shock di mercato sotto forma di aumenti dei tassi di interesse privi di rischio e dei differenziali sulle obbligazioni societarie.

**La prova di stress sul rischio climatico condotta sul bilancio dell'Eurosistema ha utilizzato il quadro di riferimento dell'Eurosistema per l'analisi dei rischi finanziari come base per la stima dei rischi, incorporando gli shock menzionati in precedenza.** Tale sistema di riferimento, utilizzato anche per la regolare analisi dei rischi finanziari e per le attività di segnalazione dell'Eurosistema, si fonda su un modello di simulazione congiunta dei rischi di mercato e di credito. I risultati analizzati assumono la forma di una carenza attesa (expected shortfall)<sup>5</sup> stimata a un livello di confidenza del 99 per cento su un orizzonte di un anno. Sono state prese in considerazione due diverse prospettive: un approccio che considera il singolo rischio, calcolandone l'entità in maniera indipendente per ciascun portafoglio, e un approccio che valuta il contributo che ciascun portafoglio apporta al rischio complessivo per l'Eurosistema. La data di ultimo aggiornamento per i dati di bilancio dell'Eurosistema e i dati di mercato è stata fissata al 30 giugno 2022.

---

<sup>3</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. [2022 climate risk stress test](#), vigilanza bancaria della BCE, luglio 2022.

<sup>4</sup> L'approccio è descritto in Alogoskoufis, S. et al., "[ECB economy-wide climate stress test](#)", *Occasional Paper Series*, n. 281, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2021.

<sup>5</sup> Tale carenza attesa è una misura all'estremità della distribuzione delle perdite nel bilancio dell'Eurosistema, calcolate sulla base delle differenze di prezzo relative tra la data dell'istantanea e un anno dopo: la carenza è individuata dalla media del peggiore 1 per cento delle perdite nella distribuzione.

## Tavola A

Sintesi degli scenari e principali risultati della prova di stress sul rischio climatico condotta nel 2022 sul bilancio dell'Eurosistema

Scenario	Proiezioni	Orizzonte	Tipologia di rischio	Risultati
Scenari di lungo periodo	Transizione ordinata	30 anni (2020-2050)	Rischi fisici e di transizione	<p>I rischi fisici e di transizione generano un impatto rilevante.</p> <p>Le obbligazioni societarie apportano il principale contributo al rischio.</p> <p>L'impatto del rischio di transizione sulle obbligazioni societarie si concentra in settori specifici, mentre quello del rischio fisico è concentrato in determinate aree geografiche.</p> <p>Obbligazioni bancarie garantite, ABS e operazioni di credito offrono un minore contributo al rischio complessivo.</p>
	Transizione disordinata			
	Effetto serra globale			
Scenario disordinato a breve termine	Scenario di base	Tre anni (2022-2024)	Rischio di transizione	<p>Il rischio di transizione genera un impatto rilevante.</p> <p>Le obbligazioni societarie apportano il principale contributo al rischio.</p> <p>Il rischio per le obbligazioni societarie si concentra in settori specifici.</p>
	Stress			
Scenario di rischio di alluvioni	Scenario di base	Un anno (2022)	Rischio fisico	<p>Il rischio fisico genera un impatto rilevante.</p> <p>Le obbligazioni societarie apportano il principale contributo al rischio.</p> <p>Il rischio per le obbligazioni societarie si concentra in determinate aree geografiche.</p> <p>Le obbligazioni bancarie garantite forniscono un significativo contributo al rischio.</p>
	Stress			

**I risultati della prova di stress evidenziano che entrambe le tipologie di rischio climatico (di transizione e fisico) generano un impatto rilevante sul profilo di rischio del bilancio dell'Eurosistema.** Gli scenari di stress di lungo periodo di transizione disordinata e di effetto serra globale producono stime di rischio superiori tra il 20 e il 30 per cento rispetto a quelle relative allo scenario di una transizione ordinata. Lo scenario effetto serra globale genera un impatto di rischio più elevato, a dimostrazione del fatto che il rischio fisico ha effetti più rilevanti sul bilancio dell'Eurosistema rispetto al rischio di transizione. L'integrazione dei rischi connessi ai cambiamenti climatici nei regolari sistemi di analisi e prevenzione dei rischi dell'Eurosistema dovrebbe agevolare l'adeguamento dei quadri di riferimento per il controllo dei rischi e la costituzione, nel tempo, di riserve finanziarie in grado di contrastare tale rischi.

**Il risultato in termini aggregati è determinato principalmente dai portafogli di obbligazioni societarie, che in tutti gli scenari offrono il maggiore contributo all'aumento complessivo del rischio rispetto alle altre tipologie di esposizioni finanziarie considerate in questo esercizio.** L'impatto del rischio climatico sulle obbligazioni societarie è particolarmente concentrato in ambiti specifici per ciascuna tipologia di rischio. L'impatto del rischio di transizione, ad esempio, si concentra principalmente in un numero limitato di settori particolarmente vulnerabili al rischio climatico (e che hanno, in media, un elevato livello di emissioni in percentuale delle entrate), mentre l'impatto del rischio fisico è concentrato in determinate aree geografiche.

**L'esposizione al rischio climatico delle obbligazioni societarie detenute dall'Eurosistema è simile a quella dell'insieme delle obbligazioni idonee a essere acquistate dall'Eurosistema.** Ciò è riscontrabile effettuando la stessa prova di stress su un campione di riferimento di titoli che soddisfano i requisiti di idoneità dell'Eurosistema, ponderati per la capitalizzazione di mercato. Nei due scenari avversi, i conseguenti incrementi del rischio non si discostano significativamente dai risultati ottenuti per il bilancio dell'Eurosistema. Un simile risultato era atteso in considerazione del fatto che, alla data di ultimo aggiornamento, gli acquisti di obbligazioni societarie dell'Eurosistema erano determinati da un benchmark di capitalizzazione del mercato, dato che le considerazioni relative al cambiamento climatico sono state inglobate in queste tipologie di acquisti solo a partire da ottobre 2022.

**L'aumento relativo del rischio, sia per le obbligazioni bancarie garantite che per gli ABS, è maggiore nello scenario di effetto serra globale rispetto a quello di transizione disordinata.** La sensibilità relativamente elevata di queste attività al rischio fisico si riflette anche nell'esito dello scenario del rischio di alluvioni. In questo scenario, l'aumento delle stime di rischio per le obbligazioni bancarie garantite e gli ABS è molto più consistente di quello relativo alle obbligazioni societarie, ed è anche maggiore rispetto agli scenari di lungo periodo. Di conseguenza, il contributo delle obbligazioni bancarie garantite all'aumento complessivo del rischio in questo scenario è particolarmente significativo. Tuttavia, lo stesso non vale per gli ABS, dal momento che il portafoglio è considerevolmente più piccolo. Inoltre, il risultato dello scenario di rischio di alluvioni mette in luce l'importanza del canale dei prezzi delle abitazioni nella trasmissione del rischio climatico, giacché le obbligazioni bancarie e gli ABS garantiti da proprietà immobiliari sono particolarmente esposti alle oscillazioni delle valutazioni nel mercato immobiliare.

**Le operazioni di credito garantite, al contempo, apportano un contributo soltanto modesto all'incremento complessivo del rischio, nonostante le considerevoli dimensioni dell'esposizione.** La prova di stress ha preso in considerazione le operazioni di credito garantite da obbligazioni societarie, obbligazioni bancarie garantite, ABS e obbligazioni bancarie non garantite. Il minore rischio per unità di esposizione di queste operazioni di credito può essere collegato alla loro doppia natura di insolvenza: sebbene il rischio climatico sia veicolato sia dalla controparte sia dalle garanzie, esso si concretizza soltanto in scenari in cui la controparte diviene insolvente e il valore delle garanzie scende sotto il livello di protezione offerto dalle riduzioni di valore (haircut) applicabili. Questa situazione si verifica, di norma, quando anche l'emittente delle garanzie diviene insolvente. Il rischio climatico si concentra, pertanto, nelle esposizioni nei confronti di controparti specifiche, in particolare nello scenario di effetto serra globale, nel quale sia alcuni enti che le garanzie da essi stanziati sono collocati in aree pesantemente colpite.

**Ci si attende che in futuro vengano condotte regolarmente prove di stress sul rischio climatico per il bilancio dell'Eurosistema.** Tali esercizi futuri dovrebbero fornire un'opportunità per affinare ulteriormente la metodologia e ampliare l'ambito delle esposizioni finanziarie considerate. In prospettiva, le considerazioni legate al rischio climatico dovrebbero divenire anche parte integrante dell'attuale sistema di

gestione del rischio, che incorpora un'analisi del rischio finanziario complessivo per l'Eurosistema a fronte delle riserve finanziarie in essere.

## Stima retrospettiva dei tassi reali e delle aspettative di inflazione: integrazione di misure ricavate dai mercati con dati storici di variabili attinenti

a cura di Valentin Burban e Fabian Schupp

**I mercati dei prodotti finanziari indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro offrono preziose indicazioni sulle aspettative degli operatori di mercato circa i tassi di interesse reali e di inflazione; tali strumenti, tuttavia, sono disponibili solo dall'inizio degli anni 2000.** I rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione e i tassi di interesse sugli swap indicizzati all'inflazione (SII) incorporano le aspettative degli operatori di mercato in merito a inflazione e tassi di interesse reali su periodi da uno a 30 anni. Da una prospettiva di banca centrale, le informazioni ricavate da questi strumenti possono aiutare a valutare l'efficacia delle decisioni di politica monetaria e orientarne il futuro corso. Nell'area dell'euro, tuttavia, la disponibilità di questi dati copre un numero molto limitato di cicli economici e di politica monetaria, dato che i mercati dei prodotti indicizzati all'inflazione sono emersi, all'interno dell'area, solo agli inizi degli anni 2000. Ciò limita l'analisi delle relazioni economiche di tipo strutturale<sup>1</sup>.

**Tuttavia, la correlazione tra misure ricavate dai mercati da un lato e diverse variabili economiche dall'altro rende possibile stimare serie storiche per i tassi SII e i tassi reali impliciti nei mercati attraverso una ricostruzione retrospettiva (backcasting).** Tali serie storiche più estese sono ricavate stimando la relazione fra i tassi SII o i tassi reali impliciti nel mercato e serie storiche più lunghe di dati statistici relativi a variabili quali l'inflazione o gli indicatori dell'attività economica. Il punto di partenza per l'esercizio di stima retrospettiva è costituito da un insieme di 108 variabili, risalenti almeno al 1992, che potrebbero fornire informazioni in merito alla compensazione dell'inflazione e ai tassi reali<sup>2</sup>. Sulla base di un modello statistico<sup>3</sup> e di valutazioni economiche, dall'insieme vengono selezionate le serie storiche giudicate più utili a generare le approssimazioni storiche. Esse includono l'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro, la crescita della produzione industriale, i tassi reali a breve termine osservati (tassi nominali a breve termine meno inflazione effettiva), una misura dell'output gap, le informazioni ricavate dalle indagini sulle aspettative di inflazione e sui tassi reali, diversi rendimenti obbligazionari e indicatori di incertezza sulle politiche economiche. Assumendo (e verificando) l'ipotesi che la relazione statistica tra queste serie temporali e i tassi SII o i tassi reali impliciti nel mercato sia

<sup>1</sup> L'analisi nel presente riquadro si basa sui tassi SII. Sebbene il mercato di tali strumenti esista dai primi anni 2000, l'analisi si basa su un campione costruito a partire soltanto dal 2005, quando il mercato era da considerarsi ormai pienamente sviluppato. Cfr., ad esempio, Neri, S., Bulligan, G., Cecchetti, S., Corsello, F., Papetti, A., Riggi, M., Rordinelli, C. and Tagliabracci, A., "L'ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 712, Banca d'Italia, settembre 2022.

<sup>2</sup> Nel caso delle variabili finanziarie, anziché utilizzare valori aggregati basati su dati relativi a tutti i paesi dell'area dell'euro prima del 1999, l'insieme di variabili si fonda principalmente sulle serie relative a Germania e Francia.

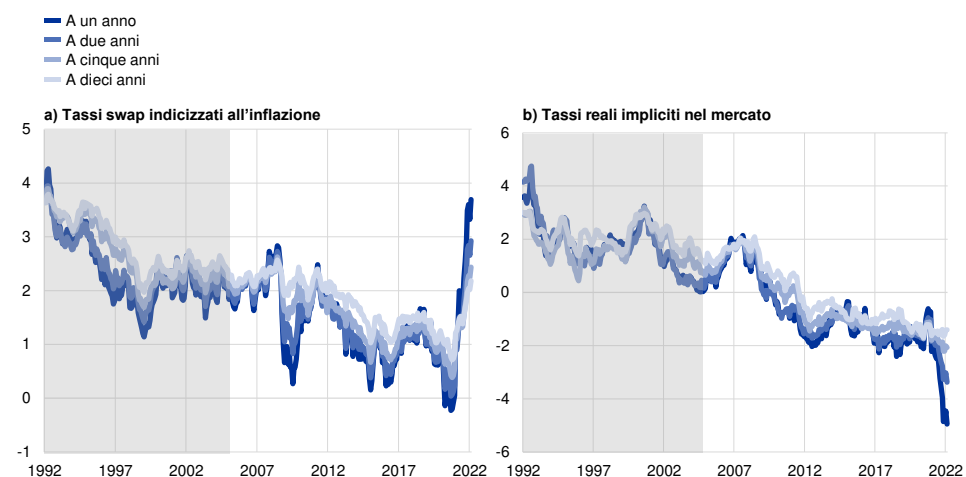
<sup>3</sup> Per una determinata variabile (SII o tasso reale per una scadenza specifica) la selezione si basa in parte su un'applicazione sequenziale di una regressione LASSO (least absolute shrinkage and selection operator).

stabile nel tempo, questi ultimi possono essere stimati retrospettivamente, ossia ricostruiti per periodi antecedenti quelli in cui sono divenuti effettivamente disponibili<sup>4</sup>. I risultati di questo esercizio sono illustrati nel grafico A. La serie ricostruita retrospettivamente fornisce a grandi linee indicazioni riguardanti la compensazione dell'inflazione e i tassi reali relativi a diverse scadenze per un periodo in cui le misure ricavate dal mercato in tempo reale non erano ancora disponibili. Ciò potrebbe chiarire, ad esempio, se le tendenze osservate nei periodi di disponibilità degli indicatori ricavati dal mercato fossero già in atto in passato. Più in generale, la lunga serie storica stimata per la compensazione dell'inflazione e i tassi reali può essere utilizzata come input per l'analisi econometrica e per illustrare fatti stilizzati e andamenti storici. Al contempo, la serie "quasi storica" deve essere interpretata con cautela, senza attribuire eccessivo peso a piccole oscillazioni occorse nel breve periodo.

### Grafico A

#### Stima retrospettiva dei tassi swap indicizzati all'inflazione e dei tassi reali impliciti nel mercato dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, OCSE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis<sup>5</sup> ed elaborazioni della BCE.

Note: la serie di dati mostra i valori stimati. Le aree ombreggiate individuano il periodo per cui i tassi SII e i tassi reali dell'area dell'euro sono stati stimati retrospettivamente (da gennaio 1992 a marzo 2005). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

#### Le serie relative ai tassi SII e ai tassi reali implicite nei modelli si adattano ragionevolmente alle serie storiche osservate (cfr. i grafici B e C).

Inoltre, per le scadenze degli swap a più breve termine, i tassi SII stimati retrospettivamente sono sostanzialmente in linea con le misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini fornite da Consensus Economics e dall'Economic Outlook dell'OCSE, il che equivale a dire che gli andamenti stimati tramite backcasting appaiono plausibili nel confronto con tali metri di paragone (cfr. il grafico B)<sup>6</sup>. Per le scadenze a più lungo

<sup>4</sup> Tale approccio si basa sull'analisi condotta in Groen, J. e Middelдорп, M., "Creating a History of U.S. Inflation Expectations", *Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York*, 21 agosto 2013, nonché Marshall, W., "Introducing a backcast history of traded inflation", *Global Rates Notes, Goldman Sachs*, 2020.

<sup>5</sup> Cfr. Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, novembre 2016, pagg. 1593-1636.

<sup>6</sup> In parte, ciò avviene ovviamente per costruzione, dato che tali indagini sono contenute anche nell'insieme delle variabili esplicative.

termine, le serie stimate retrospettivamente si discostano in maniera considerevole dalle misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini (cfr. il grafico C). Di per sé ciò non costituisce, tuttavia, un'indicazione di incongruenza, ed è in linea con le conclusioni della letteratura secondo cui le misure delle aspettative di inflazione di lungo periodo ricavate dai mercati incorporano un considerevole premio per il rischio<sup>7</sup>. Per contro, si ritiene in generale che le informazioni desunte dalle indagini non includano i premi per il rischio<sup>8</sup>. I risultati dei tassi reali impliciti nel mercato stimati tramite backcasting si adattano ugualmente bene ai valori delle serie osservate. Anche in questo caso, le scadenze a più breve termine sono sostanzialmente in linea con le misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini in combinazione con i dati sui rendimenti nominali.

---

<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 4 *Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

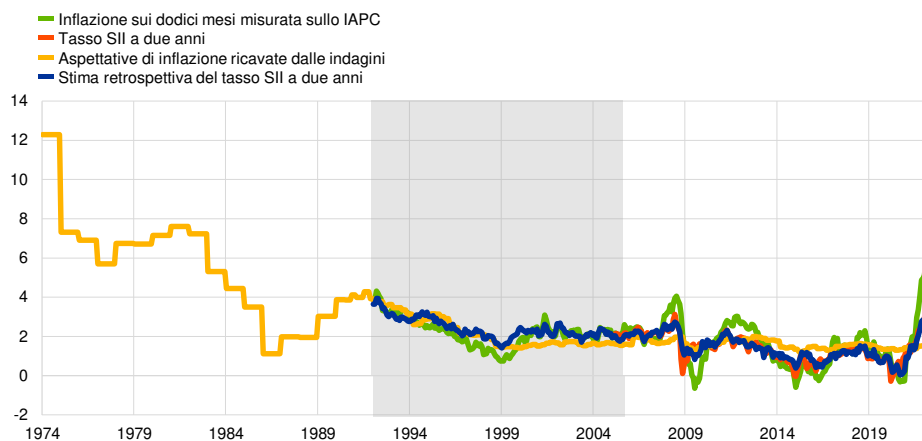
<sup>8</sup> Inoltre, le aspettative di inflazione misurate attraverso le indagini potrebbero in ogni caso divergere da quelle incorporate nei prezzi dei mercati finanziari.

## Grafico B

Adattamento dei tassi sugli swap a due anni indicizzati all'inflazione e dei tassi reali a due anni impliciti nei mercati alle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini nell'area dell'euro

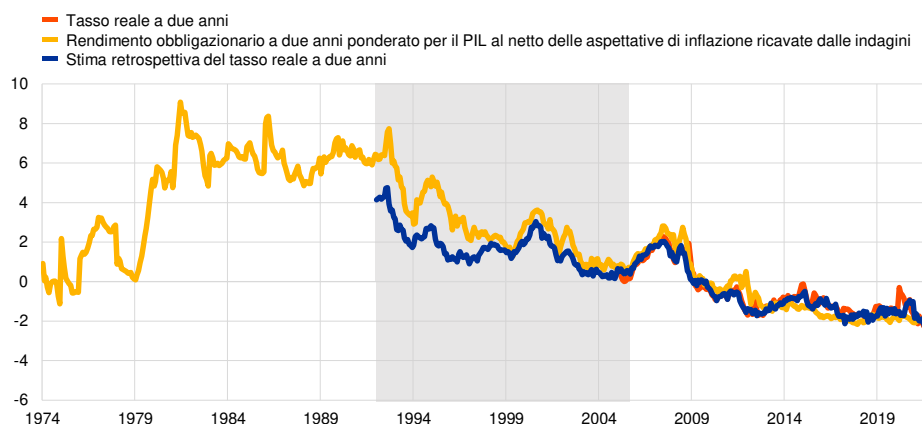
### a) Compensazione dell'inflazione

(valori percentuali in ragione d'anno)



### b) Tassi reali

(valori percentuali in ragione d'anno)

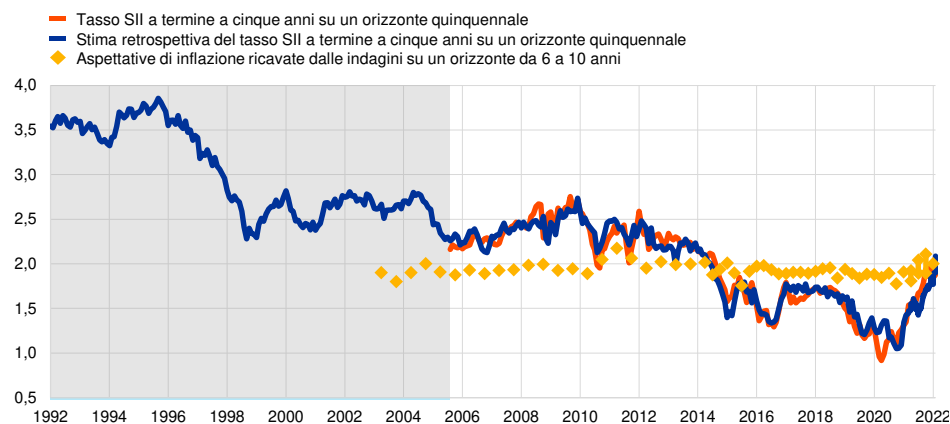


Fonti: Refinitiv, Bloomberg, OCSE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis ed elaborazioni della BCE.  
Note: le aree ombreggiate individuano il campione per cui i tassi SII e i tassi reali dell'area dell'euro sono stati ricostruiti retrospettivamente (da gennaio 1992 a marzo 2005). Le aspettative di inflazione ricavate dalle indagini si basano sui dati forniti dall'Economic Outlook dell'OCSE e da Consensus Economics. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

### Grafico C

Adattamento del tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale alle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, OCSE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis ed elaborazioni della BCE.

Note: l'area ombreggiata individua il periodo per cui i tassi SII e i tassi reali dell'area dell'euro sono stati stimati retrospettivamente (da gennaio 1992 a marzo 2005). Le aspettative di inflazione ricavate dalle indagini sono fornite da Consensus Economics. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

**Le serie ricostruite retrospettivamente suggeriscono che il calo tendenziale osservato per i tassi nominali privi di rischio a lungo termine nel periodo antecedente l'introduzione dell'euro, nel 1999, ha rispecchiato sia una minore compensazione dell'inflazione sia un calo dei tassi reali impliciti nel mercato, a cui va ricondotta, per la maggior parte, la riduzione dei tassi nominali a partire dal 1999 (cfr. il grafico D).** Il calo dei tassi SII ricostruiti tramite backcasting per gli anni '90 del 1900 è in linea con la riduzione dell'inflazione complessiva in alcuni paesi che sarebbero successivamente entrati a far parte dell'area dell'euro. Tuttavia, l'inflazione più bassa e al contempo più stabile è stata un fenomeno osservato a livello mondiale nel contesto della Grande moderazione che viene spesso associato a una più efficace politica monetaria<sup>9</sup>. Questi andamenti sono stati accompagnati da un calo generalizzato dei tassi di interesse nominali nella futura area dell'euro nel periodo precedente l'introduzione della moneta unica che, secondo le stime retrospettive dei tassi SII e dei tassi reali impliciti nel mercato, ha rispecchiato in egual misura una minore compensazione dell'inflazione e una riduzione dei tassi reali. Nei primi anni successivi all'introduzione dell'euro, i tassi SII e i tassi impliciti nel mercato stimati retrospettivamente si mantengono piuttosto stabili, scendendo però, successivamente, in maniera considerevole: prima nel 2008, nel contesto della crisi finanziaria mondiale, e in seguito durante il periodo di bassa inflazione tra il 2013 e l'inizio della crisi pandemica nel 2020-2021. Tuttavia, mentre i tassi SII hanno attualmente recuperato il loro calo riportandosi su livelli prossimi al 2 per cento,

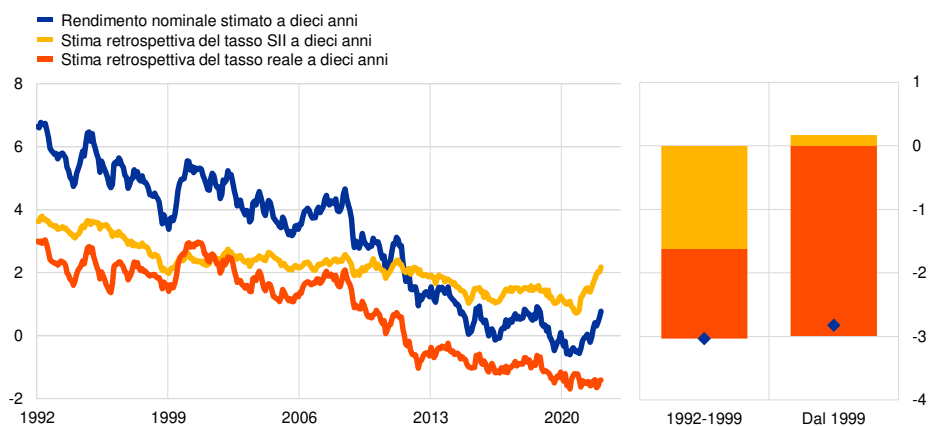
<sup>9</sup> Cfr. Bernanke, B.S., "The Great Moderation", in Koenig, E.F., Leeson, R. e Kahn, G.A. (a cura di), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, Capitolo 6, Hoover Institution Press, Stanford, California, giugno 2012.

i tassi impliciti permangono su livelli storicamente bassi, in linea con un calo più duraturo del tasso di interesse naturale<sup>10</sup>.

### Grafico D

Scomposizione del rendimento nominale privo di rischio a dieci anni nell'area dell'euro tra componente di inflazione e tassi reali

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, OCSE, Consensus Economics, Eurostat, Baker, Bloom e Davis ed elaborazioni della BCE.

Note: il rendimento nominale privo di rischio stimato è calcolato come somma delle serie del SII a dieci anni e del tasso reale implicito nel mercato a dieci anni ricavate mediante backcasting e stimate. I tassi SII e reali a dieci anni sono stimati retrospettivamente per il campione da gennaio 1992 a marzo 2005. Gli istogrammi di variazione nel pannello di destra mostrano la scomposizione della variazione del rendimento nominale stimato a dieci anni in una componente relativa all'inflazione e una relativa ai tassi reali per il rispettivo lasso temporale. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

<sup>10</sup> Per una stima e una trattazione delle determinanti del tasso di interesse naturale, cfr. Brand, C., Bielecki, M. e Penalver, C., "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", *Occasional Paper Series*, n. 217, BCE, dicembre 2018.

## Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 2 novembre 2022 al 7 febbraio 2023

a cura di Elvira Fioretto e Ross James Murphy

**Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2022.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 2 novembre 2022 al 7 febbraio 2023 ("periodo di riferimento").

**L'inasprimento della politica monetaria è proseguito nel periodo di riferimento.** Il Consiglio direttivo della BCE ha innalzato i tassi di riferimento di 75 punti base nella riunione di fine ottobre 2022 e di altri 50 punti base nella riunione di metà dicembre 2022. Tali aumenti sono entrati in vigore rispettivamente nel settimo e nell'ottavo periodo di mantenimento.

**Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro è diminuita di 245,8 miliardi di euro, confermandosi tuttavia su livelli molto consistenti, superiori ai 4.000 miliardi.** La flessione è stata principalmente determinata dai rimborsi anticipati, in novembre e dicembre, dei fondi erogati nell'ambito delle operazioni dalla 3 alla 10 della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III). Nondimeno, il calo è stato parzialmente compensato dalla riduzione dei fattori autonomi netti, che ha fornito ulteriore liquidità al sistema e proseguito la tendenza osservata a partire dalla fine del periodo di tassi di interesse negativi a luglio 2022. Durante l'ottavo periodo di mantenimento il calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche ha rappresentato la principale determinante della contrazione dei fattori autonomi netti.

**Il 1° gennaio 2023, con l'adozione dell'euro da parte della Croazia, la Hrvatska narodna banka è entrata a far parte dell'Eurosistema,** divenendone quindi il 20° membro. Dallo stesso giorno i dati contabili della Hrvatska narodna banka hanno iniziato a essere inclusi nel bilancio dell'Eurosistema.

### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è sceso di 259,6 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo 2.247 miliardi.** Il calo è quasi interamente attribuibile a una diminuzione di 264 miliardi di euro dei fattori autonomi netti, che hanno toccato quota 2.079,7 miliardi, a sua volta prevalentemente determinata da una flessione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A). Le riserve obbligatorie minime sono aumentate, in misura marginale, di 4,4 miliardi di euro, collocandosi a 167,3 miliardi.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 211,5 miliardi di euro, segnando 3.068,5 miliardi, principalmente a causa di una tendenza al ribasso dei depositi delle amministrazioni pubbliche e degli altri fattori autonomi.** I depositi delle amministrazioni pubbliche sono scesi, in media, di 112,7 miliardi di euro nel periodo di riferimento, fino a raggiungere 432,6 miliardi; la maggior parte del calo ha avuto luogo nell’ottavo periodo di mantenimento (cfr. la sezione “Passività” della tavola A). Con la rimozione del limite massimo dello 0 per cento al tasso di interesse sui depositi delle amministrazioni pubbliche, stabilita dal Consiglio direttivo nel settembre 2022, il calo riflette non soltanto effetti stagionali, per i quali alla fine dell’anno sono generalmente detenuti saldi più bassi, ma anche una contrazione più strutturale delle riserve detenute dalle tesorerie nazionali dopo la pandemia e un aumento degli investimenti di tali riserve in strumenti di mercato. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è diminuito di 11,3 miliardi di euro, scendendo a 1.563,2 miliardi. È proseguita, seppure a un ritmo più contenuto, la riduzione delle disponibilità di banconote e delle quantità di cassa contante osservata a partire dalla fine del periodo di tassi di riferimento negativi. Tale tendenza è stata in parte compensata dal consueto aumento stagionale registrato alla fine dell’anno.

**I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 52,6 miliardi di euro, attestandosi a 989,2 miliardi.** Mentre le attività nette sull’estero sono diminuite marginalmente, riducendosi di 2,5 miliardi di euro, quelle denominate in euro sono aumentate di 55,1 miliardi nel periodo di riferimento.

La tavola A fornisce una panoramica dei fattori autonomi<sup>1</sup> appena illustrati e delle relative variazioni.

---

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

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023						Periodo di riferimento precedente: 27 luglio - 1° novembre 2022	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 2 novembre - 20 dicembre 2022		Ottavo periodo di mantenimento: 21 dicembre 2022 - 7 febbraio 2023		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di assorbimento della liquidità</b>	3.068,5	(-211,5)	3.155,4	(-74,9)	2.981,6	(-173,9)	3.280,0	(-105,3)
Banconote in circolazione	1.563,2	(-11,3)	1.560,8	(-2,9)	1.565,6	(+4,7)	1.574,5	(-22,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	432,6	(-112,7)	492,5	(-44,2)	372,8	(-119,7)	545,3	(-97,4)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	1.072,7	(-87,5)	1.102,1	(-27,7)	1.043,2	(-58,9)	1.160,2	(+14,5)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>37,4</b>	<b>(-1.933,8)</b>	<b>47,1</b>	<b>(-120,5)</b>	<b>27,7</b>	<b>(-19,5)</b>	<b>1.971,2</b>	<b>(-1.871,8)</b>
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2), 3)</sup></b>	<b>167,3</b>	<b>(+4,4)</b>	<b>166,7</b>	<b>(+2,3)</b>	<b>167,9</b>	<b>(+1,3)</b>	<b>162,9</b>	<b>(+3,8)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>4.286,5</b>	<b>(+1.688,0)</b>	<b>4.521,5</b>	<b>(+31,5)</b>	<b>4.051,6</b>	<b>(-470,0)</b>	<b>2.598,5</b>	<b>(+1.918,3)</b>
<b>Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento della liquidità</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Con la sospensione del sistema a due livelli, le informazioni sulla quota di riserva esente sono state rimosse dalla tavola.

#### Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023						Periodo di riferimento precedente: 27 luglio - 1° novembre 2022	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 2 novembre - 20 dicembre 2022		Ottavo periodo di mantenimento: 21 dicembre 2022 - 7 febbraio 2023		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di immissione della liquidità</b>	<b>989,2</b>	<b>(+52,6)</b>	<b>996,0</b>	<b>(+14,5)</b>	<b>982,4</b>	<b>(-13,6)</b>	<b>936,6</b>	<b>(-5,4)</b>
Attività nette sull'estero	950,4	(-2,5)	960,4	(+4,6)	940,4	(-20,0)	952,9	(+14,6)
Attività nette denominate in euro	38,8	(+55,1)	35,6	(+9,8)	42,0	(+6,3)	-16,3	(-20,0)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>6.570,9</b>	<b>(-505,4)</b>	<b>6.895,1</b>	<b>(-175,9)</b>	<b>6.246,7</b>	<b>(-648,4)</b>	<b>7.076,3</b>	<b>(-49,6)</b>
Operazioni di mercato aperto	6.570,9	(-505,4)	6.895,1	(-175,9)	6.246,6	(-648,5)	7.076,3	(-49,6)
Operazioni di credito	1.626,8	(-497,9)	1.949,0	(-173,7)	1.304,5	(-644,5)	2.124,7	(-53,7)
ORP	1,6	(-1,2)	1,9	(-2,0)	1,2	(-0,7)	2,8	(+2,1)
ORLT a tre mesi	2,4	(+1,2)	2,0	(+0,4)	2,8	(+0,8)	1,2	(+0,9)
OMRLT-III	1.621,9	(-496,8)	1.944,0	(-171,7)	1.299,7	(-644,3)	2.118,7	(-55,9)
ORLTEP	0,9	(-1,0)	1,1	(-0,4)	0,8	(-0,3)	2,0	(-0,8)
Portafogli definitivi	4.944,1	(-7,5)	4.946,1	(-2,2)	4.942,1	(-3,9)	4.951,6	(+4,0)

	Periodo di riferimento attuale: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023						Periodo di riferimento precedente: 27 luglio - 1° novembre 2022	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 2 novembre - 20 dicembre 2022		Ottavo periodo di mantenimento: 21 dicembre 2022 - 7 febbraio 2023		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,1)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

### Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023						Periodo di riferimento precedente: 27 luglio - 1° novembre 2022	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 2 novembre - 20 dicembre 2022		Ottavo periodo di mantenimento: 21 dicembre 2022 - 7 febbraio 2023		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.247,0	(-259,6)	2.326,4	(-86,9)	2.167,5	(-158,9)	2.506,6	(-96,2)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	2.079,7	(-264,0)	2.159,8	(-89,2)	1.999,6	(-160,2)	2.343,7	(-100,0)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	4.323,9	(-245,8)	4.568,6	(-89,0)	4.079,1	(-489,5)	4.569,7	(+46,5)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 2 novembre 2022 - 7 febbraio 2023						Periodo di riferimento precedente: 27 luglio - 1° novembre 2022	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 2 novembre - 20 dicembre 2022		Ottavo periodo di mantenimento: 21 dicembre 2022 - 7 febbraio 2023		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
ORP	2,25	(+1,38)	2,00	(+0,75)	2,50	(+0,50)	0,88	(+0,88)
Operazioni di rifinanziamento marginale	2,50	(+1,38)	2,25	(+0,75)	2,75	(+0,50)	1,13	(+0,88)
Depositi presso la banca centrale	1,75	(+1,38)	1,50	(+0,75)	2,00	(+0,50)	0,38	(+0,88)
€STR	1,652	(+1,366)	1,402	(+0,745)	1,902	(+0,501)	0,286	(+0,869)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	1,485	(+1,337)	1,313	(+0,854)	1,658	(+0,345)	0,148	(+0,794)

Fonte: BCE.

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

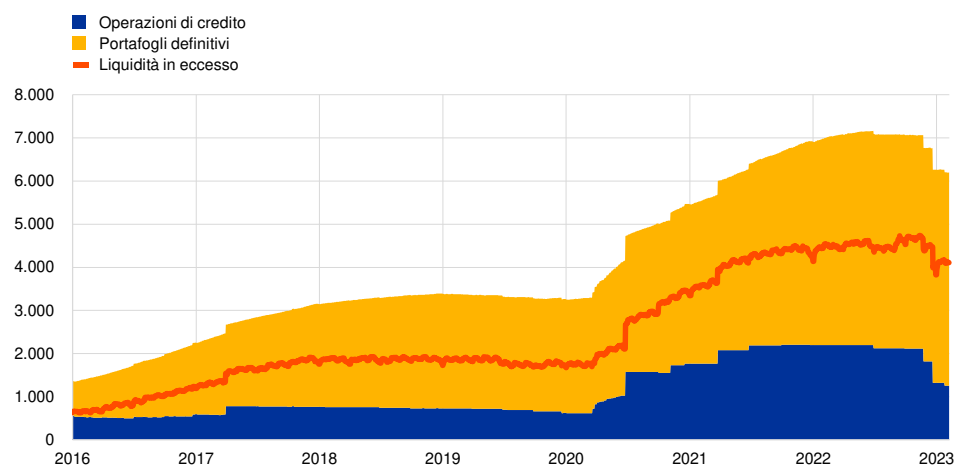
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è diminuito di 505,4 miliardi di euro, raggiungendo 6.570,9 miliardi (cfr. il grafico A).** La riduzione della liquidità è stata principalmente determinata dal calo delle operazioni di credito a seguito dei rimborsi volontari, da parte delle banche, dei fondi ottenuti tramite le OMRLT-III. Gli acquisti netti di attività da parte della BCE nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA) sono stati interrotti, rispettivamente, a fine marzo 2022 e il 1° luglio 2022: i portafogli definitivi, pertanto, non forniscono più liquidità aggiuntiva<sup>2</sup>. Come comunicato a dicembre, il portafoglio del PAA sarà ridotto a un ritmo misurato e prevedibile dall'inizio di marzo 2023, in quanto l'Eurosistema reinvestirà solo in parte il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Il ritmo di tale riduzione sarà pari, in media, a 15 miliardi di euro al mese sino alla fine di giugno 2023 e verrà poi determinato nel corso del tempo.

### Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 7 febbraio 2023.

### L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 497,9 miliardi di euro nel periodo di riferimento.

Tale riduzione riflette principalmente i rimborsi volontari delle operazioni OMRLT-III, che nel periodo in esame sono stati pari a 496,8 miliardi di euro. Le operazioni di rimborso anticipato su base volontaria a novembre, dicembre e gennaio sono ammontate rispettivamente a 296,3, 447,5 e 62,7 miliardi di euro. Questi ingenti rimborsi hanno fatto seguito alla decisione, adottata dal Consiglio direttivo della BCE a fine ottobre, di ricalibrare i termini delle operazioni perché fossero coerenti con il più ampio processo di normalizzazione della politica monetaria. Le variazioni delle altre

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

operazioni di credito (operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica, operazioni di rifinanziamento principali e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi) sono state marginali, determinando un calo netto della liquidità offerta pari ad appena 1 miliardo di euro.

## Liquidità in eccesso

**La liquidità media in eccesso è diminuita di 245,8 miliardi di euro, raggiungendo 4.323,9 miliardi (cfr. il grafico A).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto dell'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. Dopo aver segnato il valore massimo a settembre 2022 (pari a 4.800 miliardi di euro), la liquidità in eccesso è progressivamente diminuita a seguito dei citati rimborsi anticipati delle operazioni OMRLT-III, al netto degli effetti dei fattori autonomi.

## Andamenti dei tassi di interesse

**Nel corso del periodo di riferimento il tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è aumentato, in media, di 136,6 punti base, raggiungendo l'1,65 per cento in ragione d'anno.** La trasmissione dei rialzi dei tassi di riferimento della BCE entrati in vigore a novembre e dicembre ai tassi del mercato monetario non garantito è stata completa e immediata. In media, durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento l'€STR si è collocato, rispettivamente, di 9,8 e 10 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, a fronte degli 8,5 e 9,3 punti base durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento.

**La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), è aumentata di quasi 133,7 punti base nel periodo di riferimento, portandosi all'1,485 per cento.** La trasmissione ai tassi del mercato monetario garantito è stata meno ordinata di quanto osservato per il mercato monetario non garantito, in particolare nel caso degli aumenti iniziali dei tassi di riferimento avvenuti a luglio e settembre 2022. Successivamente, tuttavia, la trasmissione è migliorata e quella degli aumenti dei tassi di riferimento in novembre e dicembre è stata pressoché completa. Tale trasmissione più ordinata è stata probabilmente legata all'attenuarsi dei timori per la scarsità delle garanzie. La disponibilità di queste ultime è migliorata attraverso diversi canali. Nella riunione di settembre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di modificare la remunerazione di alcuni depositi non connessi alla politica monetaria, rimuovendo temporaneamente il limite massimo dello 0 per cento alla remunerazione di quelli delle amministrazioni pubbliche fino al 30 aprile 2023, riducendo così i timori del mercato circa l'eventualità che un'ampia parte dei depositi delle amministrazioni pubbliche detenuti presso l'Eurosistema fosse collocata nel mercato dei pronti contro termine. Gli uffici responsabili della gestione del debito

pubblico nazionale di Germania e Italia hanno annunciato ulteriori misure, volte ad agevolare il funzionamento del mercato dei pronti contro termine. A partire dal 10 novembre l'Eurosistema ha innalzato a 250 miliardi di euro (da 150 miliardi) il limite per il prestito di titoli a fronte di garanzie in contante, al fine di prevenire potenziali timori intorno alla fine dell'anno e sostenere il generale funzionamento del mercato. Inoltre, i rimborsi anticipati delle operazioni OMRLT-III hanno anche contribuito ad accrescere la disponibilità di garanzie stanziabili nelle operazioni pronti contro termine, liberandone alcune negoziabili che avevano assistito i prestiti ottenuti mediante le OMRLT.

## Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata<sup>1</sup>

a cura di Cristina Checherita-Westphal ed Ettore Dorrucci

**Il presente riquadro riporta stime aggiornate sulle misure discrezionali di sostegno fornite dai governi dell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica e all'inflazione elevata, in base alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023<sup>2</sup>.** Questo riquadro riporta il costo per il saldo di bilancio delle misure di compensazione discrezionali relative a inflazione ed energia, aggiornato a fronte dei più recenti andamenti dei prezzi dei beni energetici e delle variazioni delle politiche di bilancio successivi alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022. Sono inoltre indicate informazioni più granulari sulle caratteristiche e sulla tempistica di tale sostegno pubblico, tra cui una valutazione dei massimali di prezzo per l'energia (price cap) e il profilo trimestrale dei provvedimenti adottati, che contribuiscono a tracciare un quadro più accurato della trasmissione di queste misure all'inflazione<sup>3</sup>.

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2023, le misure discrezionali di bilancio adottate dai governi dell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica e all'inflazione elevata restano considerevoli per il 2023 (cfr. il grafico A).** Si stima che il sostegno pubblico attivato ammonterà all'1,8 per cento circa del PIL dell'area nel 2023 (in ribasso dall'1,9 per cento del 2022) per poi scendere velocemente allo 0,5 per cento del PIL nel 2024. Prima dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, le misure di sostegno in tema di energia erano relativamente contenute e limitate ad alcuni paesi. Tuttavia, dopo l'impennata dei prezzi dell'energia nel 2022, misure di sostegno sono state adottate da tutti i governi dell'area dell'euro, sebbene con significative differenze tra gli Stati membri in termini di portata. Le misure hanno assunto principalmente la forma di riduzioni delle imposte indirette e di aumenti dei sussidi, soprattutto in relazione ai prodotti energetici, nonché di trasferimenti alle famiglie. Nell'autunno del 2022, quando i governi hanno elaborato i programmi di bilancio per il 2023 (che per alcuni paesi erano basate su strategie di governo pluriennali) le misure sono state ulteriormente estese all'ultimo trimestre del 2022 e al 2023, con alcuni effetti anche sul periodo 2024-2025. In alcuni paesi sono stati inoltre introdotti rilevanti provvedimenti di applicazione di un massimale ai prezzi, in particolare in

<sup>1</sup> Il presente riquadro fornisce un aggiornamento delle stime contenute nell'articolo *Politiche di bilancio e inflazione elevata* in questo numero del Bollettino, la cui versione originale inglese è già stata pubblicata il 13 febbraio 2023, e fa riferimento a provvedimenti pubblici aventi un impatto sul saldo di bilancio. In aggiunta, alcuni governi hanno adottato misure regolamentari mirate a contenere l'aumento dei prezzi dell'energia che potrebbero non avere effetti diretti sul saldo di bilancio e/o altre forme di sostegno alla liquidità, come le garanzie. Quest'ultimo tipo di misure, in linea di principio, incide sui rispettivi saldi di bilancio solo in caso di escussione delle garanzie, che costituiscono passività potenziali.

<sup>2</sup> Le ipotesi e le proiezioni relative alle politiche di bilancio nel contesto dell'esercizio di marzo 2023 delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE sono state finalizzate a inizio marzo 2023.

<sup>3</sup> Per una quantificazione aggiornata dell'impatto di queste misure sull'inflazione nel periodo 2023-2025, cfr. le *Proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE* pubblicate il 16 marzo 2023.

Germania (con effetti sul disavanzo principalmente nel 2023) e nei Paesi Bassi (con effetti limitati al 2023). In altri paesi, tali interventi sono stati estesi, ad esempio in Francia (per il 2023, con alcuni effetti stimati anche per il 2024) e, in misura minore, in Spagna (per il 2023).

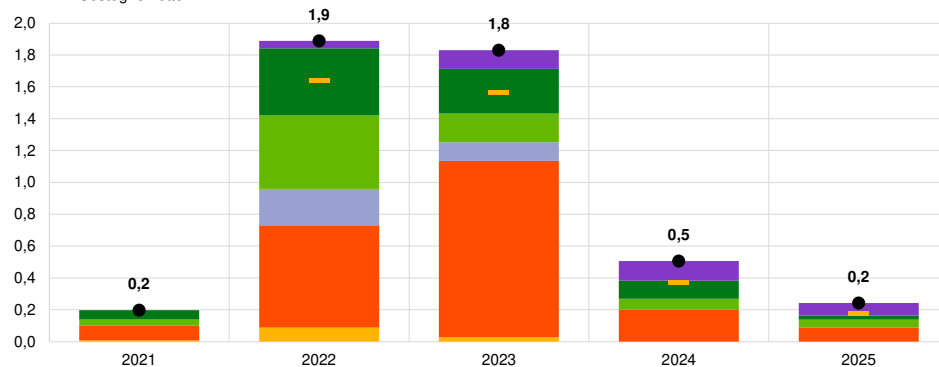
### Grafico A

Misure di bilancio discrezionali attuate nell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica e all'inflazione elevata

#### a) Entità delle misure di sostegno e composizione per strumento nell'orizzonte di proiezione

(in percentuale del PIL)

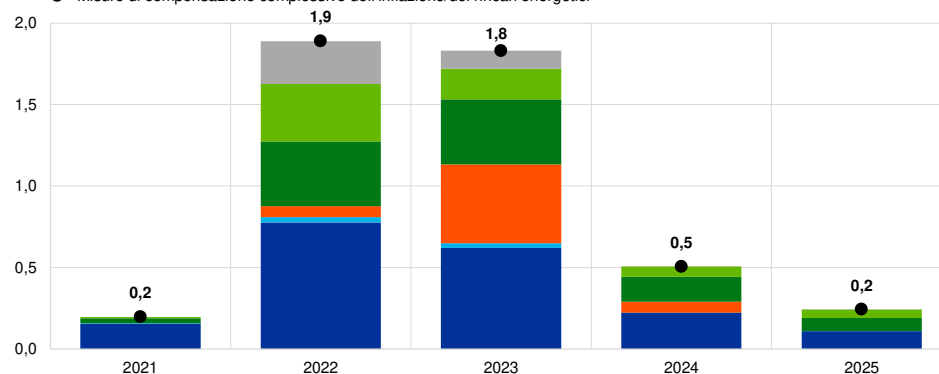
- Sostegno complessivo
- Consumi delle amministrazioni pubbliche
- Sussidi
- Trasferimenti in conto capitale alle imprese
- Altri trasferimenti
- Imposte indirette
- Imposte dirette e contributi previdenziali
- Sostegno netto



#### b) Scomposizione delle misure in base ai canali attraverso cui esse incidono sull'inflazione

(in percentuale del PIL)

- Misure di sostegno ai prezzi generalizzate
- Misure di sostegno ai prezzi mirate
- Misure di sostegno miste, ai prezzi e al reddito
- Misure di sostegno al reddito generalizzate
- Misure di sostegno al reddito mirate
- Altro
- Misure di compensazione complessive dell'inflazione/dei rincari energetici



Fonti: elaborazioni della BCE in base alle proiezioni macroeconomiche formulate dai propri esperti a marzo 2023 e aggiornamenti dei questionari sulle misure discrezionali di bilancio del gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPF) del SEBC.

Note: nel pannello a) l'altezza degli istogrammi riflette l'impatto delle misure di sostegno sul saldo di bilancio in termini lordi. La voce "Sostegno netto" fa riferimento al sostegno di bilancio lordo corretto per le misure discrezionali di copertura (principalmente imposte sui profitti eccezionali del settore energetico). La voce "Altri trasferimenti" si riferisce per lo più ai trasferimenti alle famiglie. Nel pannello b), la distinzione tra misure di sostegno al reddito e misure di sostegno ai prezzi, nonché quella tra misure mirate e generalizzate, è illustrata nell'articolo *Politiche di bilancio e inflazione elevata*, in questo numero del Bollettino. La categoria "Misure di sostegno misto, al reddito e ai prezzi" indica le misure di sostegno delle politiche di bilancio che non possono essere classificate in maniera univoca come sostegno al reddito o ai prezzi. Essa fa riferimento principalmente alle misure di contenimento dei prezzi dell'energia adottate in Germania, che presentano una natura mista in quanto, in linea di principio, sono classificabili come sostegno al reddito ma hanno effetti anche sullo IAPC. La categoria "Altro" include gli acquisti di gas da parte delle amministrazioni pubbliche per esigenze di stoccaggio, i trasferimenti in conto capitale per sostenere la liquidità delle imprese e ogni altra misura residuale.

**Rispetto all'esercizio dello scorso dicembre condotto dagli esperti dell'Eurosistema, il sostegno di bilancio lordo complessivo dell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica e all'inflazione elevata è stato rivisto al ribasso per il 2023, anche se soltanto di 0,14 punti percentuali considerando l'intero**

**anno.** La ragione della contenuta reattività del costo delle misure collegate alla crisi energetica è che solo il 43 per cento circa di tali misure nel 2023 è collegato direttamente ai prezzi dell'energia, attraverso i massimali di prezzo. Il resto è rappresentato da misure standard come sussidi, riduzioni delle imposte indirette e trasferimenti alle famiglie, che normalmente non presentano un legame esplicito con i prezzi di mercato dei beni energetici. Ciò significa che questi provvedimenti possono essere revocati in base a decisioni discrezionali oppure rimanere in vigore. Sarebbe inoltre difficoltoso rivalutare il loro impatto sul bilancio in tempo reale. L'entità della trasmissione dai prezzi all'ingrosso dell'energia al costo delle misure discrezionali per i conti pubblici varia da un paese all'altro e dipende da tre fattori principali: a) il ritardo con cui i prezzi all'ingrosso si riflettono sui prezzi al consumo (al dettaglio) dell'energia (maggiore è il ritardo, più tardiva è la reazione dei costi di bilancio); b) le caratteristiche specifiche delle misure (ad esempio basate sul confronto tra i consumi energetici passati e quelli presenti); c) la struttura prevalente dei contratti energetici in ciascun paese (tariffe fisse o flessibili). Tra le cinque principali economie dell'area dell'euro, la trasmissione dai prezzi all'ingrosso ai costi di bilancio nello stesso anno è stimata su valori elevati nei Paesi Bassi e contenuti in Germania e in Francia, mentre le misure che prevedono un tetto ai prezzi e che hanno effetti diretti sul saldo di bilancio sono relativamente limitate in Spagna e assenti in Italia, almeno per il momento. Infine, la contenuta reattività a livello aggregato dell'area dell'euro del costo per i conti pubblici delle misure di sostegno per il 2023 può essere anche spiegata dal fatto che le stime per alcuni paesi sono state riviste al rialzo dopo le proiezioni di dicembre 2022, alla luce delle nuove informazioni contenute nelle versioni definitive delle leggi di bilancio, incluse le proroghe delle misure al 2023<sup>4</sup>.

**Come mostrato nel pannello b) del grafico A), queste misure di compensazione relative all'energia e all'inflazione incidono su quest'ultima attraverso due principali canali:**

1. **effetti diretti sui prezzi.** Le misure di bilancio temporanee con un impatto diretto sul costo marginale del consumo di energia riducono le pressioni inflazionistiche nel breve periodo. Tali misure possono anche favorire la moderazione salariale, limitando gli effetti di secondo ordine dei rincari dell'energia. I provvedimenti di questo tipo si suddividono in due categorie principali:

- (a) riduzioni delle imposte indirette e misure equivalenti, come la diminuzione degli oneri generali di sistema per l'energia. Queste misure riducono i

<sup>4</sup> Passando dal sostegno lordo a quello netto (ossia il sostegno lordo al netto delle misure discrezionali di copertura), le misure collegate alla crisi energetica dell'area dell'euro per il 2023 rimangono sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre, all'1,6 per cento del PIL. Per alcune misure di copertura, come le imposte straordinarie sui profitti delle società energetiche e le più basse sovvenzioni alle aziende che producono energia "verde", l'impatto effettivo sui conti pubblici dipende più direttamente dalla dinamica dei prezzi del gas e pertanto è stato rivisto al ribasso in misura più considerevole, in particolare in Francia.

prezzi nel momento in cui vengono attuate e hanno effetti opposti quando vengono revocate, generando un profilo di inflazione caratterizzato da brusche variazioni (cliff effect) che potrebbe anche essere indipendente dai contemporanei andamenti dei prezzi dell'energia;

- (b) massimali ai prezzi di gas ed elettricità. Sebbene anche queste misure abbiano un effetto diretto sull'inflazione, il loro impatto sul profilo di quest'ultima normalmente è meno immediato rispetto ai provvedimenti che agiscono sulle imposte indirette.

## 2. **Effetti indiretti sul reddito disponibile attraverso la domanda aggregata.**

In questo caso, sono plausibili effetti complessivi al rialzo sull'inflazione.

Tuttavia, essi saranno relativamente meno marcati e maggiormente differiti, poiché operano attraverso il canale del reddito disponibile, che incide sui consumi privati solo parzialmente e con un certo ritardo; possono però risultare più duraturi.

**Sebbene i due canali tendano ad agire in direzioni opposte, nel breve termine l'impatto sull'inflazione misurata sullo IAPC deriva principalmente dagli effetti diretti sui prezzi.** Il pannello b) del grafico A) fornisce stime del costo annuale per i

conti pubblici delle misure relative a questi due principali canali di trasmissione, nonché di quelle aventi natura mista (rientranti in entrambe le categorie) e di quelle che non possono essere facilmente attribuite a nessuna delle due categorie.

Il pannello evidenzia inoltre l'importante distinzione tra interventi generalizzati e interventi mirati, che ha rilevanza anche da un punto di vista distributivo e in termini di trasmissione macroeconomica. Nel complesso, nell'area dell'euro il sostegno mirato alle famiglie a basso reddito e alle imprese ad alta intensità di consumi energetici rimane limitato, sebbene con significative eterogeneità tra paesi<sup>5</sup>.

**Infine, insieme a una mappatura più dettagliata degli strumenti di bilancio, anche il profilo trimestrale delle misure discrezionali nell'orizzonte temporale di proiezione svolge un ruolo importante, considerando le sue implicazioni macroeconomiche (cfr. il grafico B).** Mentre nel 2022 l'entità delle misure è andata

umentando da un trimestre all'altro, successivamente si può osservare il contrario.

Il profilo trimestrale segnala che una parte significativa delle misure è già stata revocata nel primo trimestre del 2023 (per un valore di circa 30 miliardi di euro).

Si stima quindi che il loro costo si dimezzerà, grosso modo, all'inizio del 2024, per poi diminuire più gradualmente. Il grafico B mostra anche gli strumenti di bilancio e i canali di propagazione rilevanti ai fini delle simulazioni basate su modelli macroeconomici.

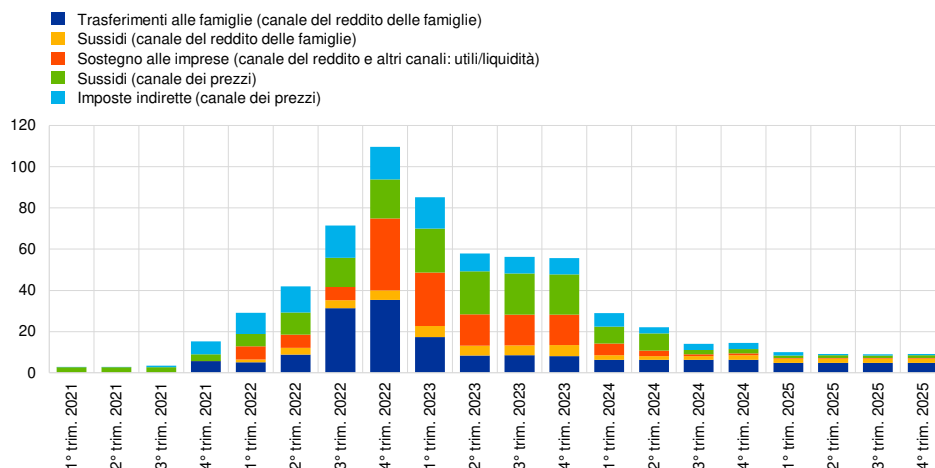
---

<sup>5</sup> Le stime oscillano tra il 10 e il 30 per cento, a seconda di come si definiscono le misure "mirate". Secondo la definizione basata sull'accertamento delle disponibilità economiche utilizzata nelle stime dell'Eurosistema, le misure mirate costituiscono appena il 12 per cento nel 2023.

## Grafico B

### Profilo trimestrale e classificazione dei canali macroeconomici delle misure discrezionali di bilancio adottate in risposta alla crisi energetica e all'elevata inflazione

(miliardi di euro)



Fonti: elaborazioni della BCE in base alle proiezioni macroeconomiche formulate dai propri esperti a marzo 2023 e aggiornamenti dei questionari sulle misure discrezionali di bilancio del WGPF del SEBC.

Note: la classificazione delle misure di sostegno connesse con la crisi energetica si basa sulla definizione delle misure sui prezzi fornita dal WGPF (ossia che incidono sul costo marginale del consumo energetico), mentre le misure di reddito sono classificate in base alla definizione fornita nell'articolo *Politiche di bilancio e inflazione elevata* in questo numero del Bollettino. Tale classificazione è ulteriormente corretta in modo da tener meglio conto dei canali attraverso i quali le misure incidono sull'inflazione (a prescindere dalle loro modalità di contabilizzazione statistiche dei conti nazionali, illustrate nel pannello a) del grafico A)). Ai fini della misurazione degli effetti macroeconomici, vengono simulate altre forme di sostegno alle imprese (identificate come sostegno al conto economico o alla liquidità) equivalenti a una riduzione dell'imposizione diretta. Per il profilo trimestrale, le stime si basano su un approccio specifico per paese e di tipo bottom-up che tiene conto della data di inizio e fine dell'applicazione delle singole misure e del trimestre indicato per l'erogazione degli interventi di sostegno al reddito, se noto. Laddove la tempistica delle misure non sia specificata, i costi per i conti pubblici sono distribuiti equamente fra i vari trimestri.

**Le stime riportate nel presente riquadro sono soggette a un elevato grado di incertezza.** Nel complesso, si ritiene che il quadro dei rischi relativi ai costi di bilancio delle misure di sostegno, specie nel 2023, sia orientato al ribasso, in ragione del recente calo dei prezzi dell'energia. Al contempo, alcuni rischi al rialzo rimangono legati a ulteriori potenziali forme di aiuto in ambito energetico, in particolare durante l'inverno 2023-2024.

# Articolo

## 1 Politiche di bilancio e inflazione elevata

a cura di Krzysztof Bankowski, Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Pascal Jacquinet e Philip Muggenthaler

### 1 Introduzione

**L'area dell'euro, come altre economie avanzate, sta affrontando le sfide poste dal rapido e marcato aumento dell'inflazione.** Dalla metà del 2021, l'inflazione dell'area dell'euro è aumentata a un ritmo che era stato osservato, per l'ultima volta, negli anni '70 e nei primi anni '80 del 1900, dopo essersi mantenuta al di sotto dell'obiettivo della BCE del 2 per cento per quasi un decennio. L'inflazione complessiva sui dodici mesi, misurata in base all'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita dall'1,9 per cento di giugno 2021 al 10,6 per cento di ottobre 2022, per poi scendere al 9,2 per cento a dicembre 2022. Il forte aumento dell'inflazione è stato determinato, in larga misura, da shock esterni dal lato dell'offerta e, in misura minore, da fattori interni trainati dalla domanda<sup>1</sup>.

**La relazione tra inflazione e conti pubblici è bilaterale e dipende da diversi fattori.** Normalmente, un tasso di inflazione più elevato dovrebbe comportare un miglioramento dei conti pubblici, almeno nel breve periodo. Ciò si deve al fatto che un tasso di inflazione più elevato accresce le entrate, mentre la spesa pubblica tende ad aumentare solo con ritardo. Tuttavia, come dimostra il presente articolo, le implicazioni per la politica di bilancio di uno shock inflazionistico dipendono da diversi fattori, tra cui spiccano per importanza: a) la natura e l'entità dello shock inflazionistico; b) la risposta discrezionale della politica di bilancio allo shock inflazionistico; c) gli aspetti istituzionali dei bilanci pubblici (come l'indicizzazione dei prezzi di alcune spese pubbliche e le caratteristiche dei sistemi fiscali); e d) la risposta della politica monetaria. A sua volta, la risposta delle politiche di bilancio incide sulle prospettive di inflazione stesse, a seconda della portata dell'impulso e della sua composizione, insieme ad altri fattori.

**Il presente articolo valuta la relazione tra politiche di bilancio e inflazione, con particolare riferimento all'area dell'euro e sulla base delle proiezioni**

<sup>1</sup> Cfr. BCE, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022*. Da queste proiezioni si evince che l'energia è rimasta la principale determinante dell'inflazione misurata sullo IAPC, in particolare dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il 24 febbraio 2022, e le ulteriori interruzioni alle catene di approvvigionamento, in un contesto di elevati prezzi di tutte le principali sottocomponenti (carburanti, elettricità e gas). Per una scomposizione empirica dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, cfr. il riquadro 7 *Il ruolo di domanda e offerta per l'inflazione di fondo: una scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di beni energetici e alimentari nelle sue varie voci* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

**macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2022**<sup>2</sup>. Dopo una rassegna della letteratura esistente nella sezione 2, nella sezione 3 si analizza l'impatto dell'inflazione sui conti pubblici. Viene operata una distinzione tra le misure discrezionali adottate dai governi per alleviare l'onere dell'elevata inflazione sull'economia e altri aggiustamenti sia sul fronte delle spese che delle entrate dei bilanci pubblici. Sono inclusi nell'analisi anche gli effetti dell'attuale shock inflazionistico sulle proiezioni a lungo termine riguardanti il debito pubblico. La sezione 4 presenta simulazioni basate su modelli che misurano l'impatto delle misure di bilancio discrezionali sull'inflazione e sulla crescita. Integra l'analisi un riquadro sugli aspetti redistributivi delle misure di bilancio, in particolare quelli che interessano il reddito delle famiglie. La sezione 5 riporta le osservazioni conclusive.

## 2 Evidenze tratte dalla letteratura

**L'inflazione incide su diverse componenti dei conti pubblici**<sup>3</sup>. Queste comprendono: a) la spesa primaria e le entrate, e pertanto il saldo primario; b) i tassi di interesse di mercato, che riflettono l'impatto dell'inflazione sugli interessi corrisposti dalle amministrazioni pubbliche ai detentori dei titoli di Stato; c) il rapporto tra debito pubblico e PIL e il valore del debito in termini reali, la cui evoluzione riflette anche il saldo primario e i tassi di interesse di mercato.

**Convenzionalmente, si ritiene che l'inflazione abbia un impatto positivo sui conti pubblici, almeno nel breve periodo.** In seguito a un (moderato) rialzo inatteso dell'inflazione, la spesa pubblica tende a essere rigida nel breve periodo, ad esempio a causa dell'avvenuta approvazione dei bilanci o di meccanismi di indicizzazione ai prezzi basati sull'inflazione passata. Dal lato delle entrate, l'inflazione può influire positivamente sui conti pubblici se le basi imponibili e il gettito si adeguano senza ritardi significativi e crescono più del PIL in termini nominali. Uno di questi effetti positivi è dovuto principalmente al cosiddetto "drenaggio fiscale", in presenza di un regime fiscale progressivo<sup>4</sup>. Le imposte sul reddito delle persone fisiche basate su sistemi progressivi, come nel caso dei paesi dell'area dell'euro, implicano che gli aumenti di reddito in linea con l'inflazione incrementino il gettito fiscale delle amministrazioni pubbliche *in termini reali* spingendo i redditi nominali verso aliquote di fascia più elevata. Questo effetto si verifica quando le aliquote fiscali non vengono adeguate all'inflazione. In linea con queste considerazioni diversi

<sup>2</sup> Cfr. BCE, [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2022](#). In anticipo rispetto alla data di pubblicazione del Bollettino economico BCE 2/2023, il presente articolo è stato pubblicato nella versione originale inglese il 13 febbraio 2023, sulla base delle ultime proiezioni allora disponibili.

<sup>3</sup> Per una rassegna della letteratura sull'argomento, cfr., tra gli altri, Tanzi, V., Blejer, M.I. e Teixeira, M.O., "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits", *Staff Papers*, vol. 34, n. 4, Fondo monetario internazionale, dicembre 1987; nonché Attinasi, M.G. et al., "[The effect of low inflation on public finances](#)", in "Beyond the Austerity Dispute: New Priorities for Fiscal Policy", Banca d'Italia, *Seminari e Convegni*, n. 20, marzo 2016.

<sup>4</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. Morris, R. e Reiss, L., "[A decomposition of structural revenue developments for euro area member states](#)", *Working Paper Series*, n. 2455, BCE, agosto 2020.

studi empirici, che cercano di spiegare gli andamenti del saldo primario, rilevano un impatto positivo, seppur relativamente debole, dell'inflazione<sup>5</sup>.

**Tuttavia, quando l'inflazione è generata da uno shock esterno e tocca livelli elevati, il suo impatto positivo sui conti pubblici può venire meno.** La natura dello shock inflazionistico può incidere sull'impatto esercitato sui conti pubblici, come dimostrano diverse analisi empiriche e basate su modelli<sup>6</sup>. Uno shock esterno dal lato dell'offerta, come il rincaro di petrolio o gas importati (analogamente allo shock energetico che attualmente investe l'area dell'euro) può avere un impatto più negativo sui conti pubblici rispetto a uno shock interno. Un aumento dei prezzi dei beni energetici importati si trasmetterà gradualmente ai prezzi al consumo, riducendo così il reddito reale delle famiglie, moderando la spesa per consumi e l'attività complessiva e riducendo, infine, le entrate fiscali. A titolo di confronto, uno shock inflazionistico interno dal lato della domanda o dell'offerta (associato, ad esempio, a una più elevata propensione al consumo, a salari più alti e a più ampi margini di profitto per le imprese nazionali) potrebbe portare a un aumento della produzione e dei prezzi per un periodo di tempo più lungo (almeno fino a quando la politica monetaria non reagisce) e, pertanto, a un maggiore gettito fiscale. Gli effetti meno favorevoli sui conti pubblici di uno shock esterno sulle ragioni di scambio - come quello sperimentato dall'area dell'euro in seguito alla guerra della Russia all'Ucraina - possono acuirsi se: a) l'inflazione è molto elevata ed esercita una maggiore pressione sulla spesa pubblica, sia attraverso misure discrezionali sia per via degli adeguamenti automatici<sup>7</sup>; b) la politica monetaria reagisce per contrastare lo shock inflazionistico, con il rischio di poter determinare una riduzione della crescita in termini reali e un aumento dell'onere del debito. La sensibilità

---

<sup>5</sup> Cfr. l'analisi in Attinasi, M.G. et al., op. cit., secondo cui, per campioni di paesi dell'area dell'euro e dell'UE nel periodo 1970-2013, si riscontra che a un aumento di 1 punto percentuale del tasso di crescita del deflatore del PIL si associa un aumento da 0,1 a 0,2 punti percentuali della variazione del saldo primario in rapporto al PIL. Evidenze analoghe si rilevano in circa la metà dei 13 paesi dell'UE esaminati; cfr. Berti, K. et al., "Fiscal Reaction Functions for European Union Countries", *European Economy Discussion Papers*, n. 28, aprile 2016.

<sup>6</sup> Per un'analisi basata su modelli dell'impatto comparato tra uno shock all'offerta esterno (prezzo del petrolio) o interno (margini di profitto), cfr. de Cos, P.H., Hurtado, S., Marti, F. e Pérez, J., "Public finances and inflation: the case of Spain", *Documentos Ocasionales*, n. 1606, Banco de España, 2016. Un'analisi recente (Burriel et al., "Inflation and public finances across EMU countries", *Documentos Ocasionales*, Banco de España, di prossima pubblicazione, 2023) condotta per l'area dell'euro rileva che uno shock petrolifero esterno ha un impatto positivo molto modesto e di breve durata sul saldo di bilancio (iniziale aumento delle entrate e riduzione della spesa), che diviene invece significativamente negativo e raggiunge un picco negativo a metà del secondo anno successivo allo shock. Uno shock dal lato della domanda, d'altro canto, induce un aumento del saldo di bilancio durante il primo e il secondo anno (maggiore aumento delle entrate rispetto alla spesa) successivi allo shock, cui fa seguito un calo nel terzo anno.

<sup>7</sup> In alcuni paesi, ad esempio in Belgio, alcuni adeguamenti automatici della spesa si verificano soltanto quando gli indici basati sull'inflazione superano il 2 per cento (cfr. anche la sezione 3 del presente articolo). Un'analisi empirica più recente condotta su un campione di paesi dell'area dell'euro fornisce evidenze che l'inflazione misurata sullo IAPC (effettiva e inattesa) produce effetti non lineari sul saldo primario (rapporto a U inverso). Cfr. Briodeau, C. e Checherita-Westphal, C., "Inflation and public finances in the euro area: is there a threshold effect?", *Occasional Paper Series*, di prossima pubblicazione, BCE, 2023.

all'inflazione del rapporto tra debito pubblico e PIL<sup>8</sup> dipende in maniera determinante dalla trasmissione dell'inflazione ai tassi di interesse sovrani in termini nominali e dalla struttura per scadenze del debito pubblico (più è elevata la quota di debito a breve termine, più rapida è la trasmissione degli aumenti dei tassi di interesse alla spesa per interessi)<sup>9</sup>.

**Quanto all'impatto delle politiche di bilancio sull'inflazione, una delle principali questioni discusse in letteratura riguarda le condizioni in cui le considerazioni sulle politiche di bilancio influenzano il processo di determinazione dei prezzi.**

Le prime teorie monetariste sostengono che l'inflazione, intesa come aumento sostenuto del livello dei prezzi, è determinata unicamente dalla crescita della moneta e che le politiche di bilancio non hanno alcun ruolo, a meno che non siano finanziate da moneta<sup>10</sup>. Per contro, secondo la cosiddetta teoria fiscale del livello dei prezzi<sup>11</sup>, una politica di bilancio espansiva non finanziata da future equivalenti misure di copertura - ossia un aumento del debito pubblico a cui non si associno (attesi) avanzi primari futuri più elevati - fa sì che gli agenti economici percepiscano un aumento della loro ricchezza reale, inducendo così più elevati consumi e livelli dei prezzi. Più in generale, se il valore attuale degli avanzi primari futuri è minore dell'ammontare del debito nominale in essere, il livello di equilibrio dei prezzi deve aumentare (riducendo il valore reale del debito) per assicurare la solvibilità dei conti pubblici, se si esclude esplicitamente la possibilità di un default sovrano. Infine, in alcuni modelli macroeconomici ampiamente utilizzati come quelli neo-keynesiani, le misure discrezionali di bilancio, accompagnate da misure di politica monetaria, possono rappresentare un efficace strumento di stabilizzazione macroeconomica nel breve periodo. Ciò è particolarmente vero in situazioni in cui la politica monetaria è vincolata al limite inferiore effettivo o nelle fasi di recessione profonda, quando la politica di bilancio può aiutare a prevenire episodi deflazionistici<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> A parità di altre condizioni, un aumento inatteso dell'inflazione erode il rapporto debito pubblico/PIL (e il valore del debito in termini reali) attraverso il cosiddetto "effetto denominatore" che agisce sul debito in essere emesso prima di tale aumento. Anche la spesa per interessi sull'indebitamento accumulato è direttamente influenzata dall'inflazione più elevata nella misura in cui le obbligazioni vengono indicizzate automaticamente all'inflazione. Più in generale, in linea con la letteratura teorica, i tassi di interesse nominali si adeguano, in ultima analisi, alle variazioni dell'inflazione attesa attraverso il cosiddetto effetto "Fisher". Poiché l'effetto Fisher completo postula un adeguamento uno a uno dei tassi di interesse nominali, alcune evidenze empiriche segnalano un effetto parziale, generalmente sul rendimento dei titoli di Stato a dieci anni, utilizzato come valore di riferimento (cfr. Attinasi, M.G. et al., op. cit.).

<sup>9</sup> Per una quantificazione dei costi e dei benefici degli andamenti dell'inflazione inattesi per il debito pubblico, cfr. Andreolli, M. e Rey, H., "The Fiscal Consequences of Missing an Inflation Target", *NBER Working Paper Series*, n. 30819, National Bureau of Economic Research, gennaio 2023. Gli effetti possono essere considerevoli e dipendono fortemente dal livello di debito e dalla relativa struttura per scadenze.

<sup>10</sup> Per una panoramica sugli approcci teorici (e sulle tendenze storiche), cfr. Bordo, M.D. e Levy, M.D., "Do enlarged fiscal deficits cause inflation? The historical record", *Economic Affairs*, vol. 41, n. 1, febbraio 2021, pagg. 59-83.

<sup>11</sup> Per ulteriori informazioni sullo sviluppo di questa teoria, cfr. (tra gli altri): Leeper, E.M., "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, n. 1, febbraio 1991, pagg. 129-147; nonché Sims, C.A., "A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy," *Economic Theory*, vol. 4, maggio 1994, pagg. 381-399. Per una trattazione esaustiva, cfr. Cochrane, J., *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press, 2023.

<sup>12</sup> Cfr. Work stream on monetary-fiscal policy interactions, "Monetary-fiscal policy interactions in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 273, BCE, settembre 2021.

**La letteratura empirica suggerisce che una politica di bilancio espansiva tende a comportare un aumento dell'inflazione, sebbene le evidenze non siano sempre conclusive.**

Da indagini sui dati storici emerge che ciò è particolarmente vero in tempo di guerra, quando i governi sottoposti a particolari tensioni in materia di bilancio ricorrono all'inflazione per erodere il loro debito, o in casi di repressione finanziaria, come quelli che si sono verificati tra la metà degli anni '70 e i primi anni '80 del 1900<sup>13</sup>. Alcuni studi recenti per l'area dell'euro rivelano che le politiche di bilancio hanno un effetto temporaneo sull'inflazione, specie attraverso il canale dell'output gap e per strumenti specifici, in particolare le imposte indirette e la spesa per consumi finali delle amministrazioni pubbliche attraverso la componente delle retribuzioni del settore pubblico<sup>14</sup>.

### 3 Come incide l'inflazione sui conti pubblici dell'area dell'euro?

**Focalizzando l'attenzione sull'attuale episodio di inflazione, la presente sezione fornisce una stima dell'impatto, sia automatico sia discrezionale, dell'inflazione elevata sui conti pubblici dell'area dell'euro.**

La componente discrezionale è rappresentata dalle misure di bilancio adottate dai governi per alleviare l'onere degli elevati livelli dei prezzi dell'energia e dell'inflazione su famiglie e imprese, come valutato nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema formulate a dicembre 2022<sup>15</sup>. L'impatto automatico si riferisce a tutte le altre reazioni delle entrate e delle spese nominali all'inflazione, dove il lato della spesa comprende le voci di bilancio indicizzate, nonché gli adeguamenti nominali all'inflazione stimati. Questa sezione fornisce, infine, una stima dell'impatto dell'inflazione sul saldo di bilancio e sul debito pubblico. Le stime sono fornite per l'aggregato dell'area dell'euro seguendo un approccio bottom-up a livello di paese.

### Misure di bilancio discrezionali in risposta al rincaro dell'energia e all'elevata inflazione nell'area dell'euro

**Si stima che le misure di bilancio discrezionali attuate nell'area dell'euro in risposta allo shock energetico e inflazionistico siano di portata considerevole nel biennio 2022-2023.**

Le misure discrezionali espansive sono aumentate considerevolmente nel 2022 (cfr. il pannello a) del grafico 1) in risposta al brusco rialzo dei prezzi dell'energia e dell'inflazione in seguito all'invasione russa in

<sup>13</sup> Cfr. la rassegna dei dati storici in Bordo, M.D. e Levy, M.D., op. cit.; nonché Reinhart, C. e Sbrancia, M., "The liquidation of government debt", *Economic Policy*, vol. 30, n. 82, aprile 2015, pagg. 291-333.

<sup>14</sup> Per una rassegna sulla recente letteratura empirica e un'analisi relativa ai paesi dell'area dell'euro, cfr. Checherita-Westphal, C., Leiner-Killinger, N. e Schildmann, T., "Euro area inflation differentials: the role of fiscal policies revisited", *Working Paper Series*, n. 2774, BCE, febbraio 2023. Evidenze sul ruolo dei diversi strumenti di bilancio, in particolare delle imposte indirette e dei consumi collettivi, sono reperibili anche nel riquadro "Fiscal policy and inflation in the euro area: a VAR-based analysis", in Work stream on monetary-fiscal policy interactions, op. cit.

<sup>15</sup> Dati basati sui questionari di bilancio forniti dai membri dell'Eurosistema del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance). Questi contributi aggiornano l'analisi presentata nel riquadro 7 *La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

Ucraina<sup>16</sup>. Nell'ambito dell'approvazione da parte dei governi dei documenti programmatici di bilancio per il 2023, alcune di queste misure sono state estese e ne sono state introdotte di nuove per l'anno in corso, portando lo stimolo lordo complessivo in prossimità del 2 per cento del PIL in entrambi gli anni. L'impatto finale di queste misure sui bilanci è incerto. Oltre alle difficoltà generali correlate alla loro specifica definizione e attuazione, alcune delle misure dipendono dagli andamenti dei prezzi di mercato dell'energia<sup>17</sup>. Ciò vale, in particolare, per le misure che incidono direttamente sui prezzi. Sebbene una classificazione precisa presenti delle difficoltà, si valuta che circa la metà delle misure di sostegno complessivamente adottate nell'area dell'euro nel periodo 2022-2023 abbia inciso in maniera diretta sui prezzi (attraverso minori costi marginali dei consumi energetici), con le misure di sostegno al reddito che hanno costituito la parte restante<sup>18</sup>. Analogamente, sebbene le stime varino a seconda della metodologia impiegata, circa il 12 per cento delle misure complessive dovrebbe riguardare famiglie meno abbienti e, in misura minore, imprese direttamente interessate dal rincaro dell'energia (cfr. il pannello b) del grafico 1)<sup>19</sup>. Dalla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni di dicembre 2022, alcuni paesi hanno annunciato la loro intenzione di ricalibrare alcune delle misure precedentemente approvate su base generalizzata, in modo da renderle più mirate. In termini di composizione per strumento, la maggior parte delle misure del periodo 2022-2023 assume la forma di "imposte indirette nette", ossia di riduzioni delle imposte indirette e aumenti dei sussidi. Anche i trasferimenti, in particolare alle famiglie, hanno rappresentato una quota significativa, specialmente nel 2022.

---

<sup>16</sup> Ulteriore sostegno è stato fornito in risposta alla guerra (per gli interventi di difesa, a favore dei rifugiati e altro) portando la stima complessiva del sostegno offerto a causa della guerra e del problema energetico a circa il 2,1 per cento del PIL nel periodo 2022-2023, allo 0,7 per cento del PIL nel 2024 e allo 0,5 per cento del PIL nel 2025. Si fa riferimento alle misure di bilancio espansive con un impatto sul saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche. Inoltre, i governi dell'area dell'euro hanno ampliato il sostegno di liquidità alle imprese colpite dalla guerra e dalla crisi energetica mediante l'acquisizione di partecipazioni (con un impatto sul debito pubblico attraverso il raccordo disavanzo-debito) e sistemi di garanzie pubbliche, che rappresentano passività potenziali (contingent liabilities) e possono incidere sul saldo di bilancio solo quando richiesto.

<sup>17</sup> Le misure di bilancio i cui costi dipendono dalle quotazioni di mercato dell'energia sono di diverse tipologie, ma riguardano soprattutto i massimali dei prezzi di gas ed elettricità, per cui i governi corrispondono o rimborsano ai fornitori di energia le differenze di prezzo che eccedono il massimale imposto.

<sup>18</sup> A livello nazionale, la quota di misure che hanno un impatto diretto sui prezzi è superiore nella maggior parte dei paesi. In Germania, le misure che applicano un freno ai prezzi di gas ed elettricità, aventi un impatto molto ampio sul bilancio, sono classificate come sostegno "al reddito" poiché le famiglie e le imprese ricevono trasferimenti la cui entità dipende dai consumi energetici passati. Nondimeno, tali misure (classificate principalmente come sussidi) vengono considerate come aventi un impatto diretto sulla riduzione dei prezzi nel periodo in cui sono applicate.

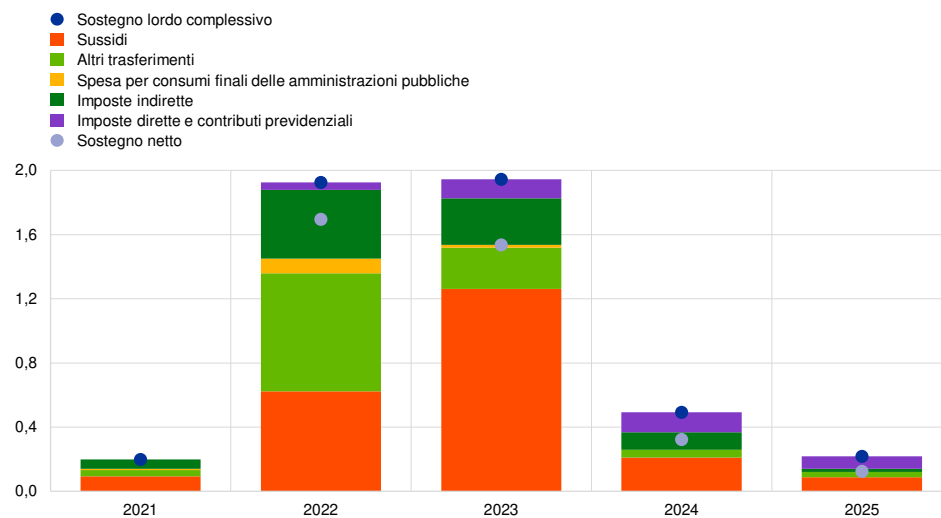
<sup>19</sup> Nell'ambito della valutazione degli esperti dell'Eurosistema sulle proiezioni di bilancio, perché una misura venga classificata come mirata devono essere applicate alcune forme di accertamento delle condizioni di indigenza. Inoltre, alcune misure sono indicate come "Altro" (cfr. le note al pannello b) del grafico 1). Rimuovendo questa categoria, la quota delle misure mirate dell'area dell'euro per il 2022 sale al 21 per cento. Nel pacchetto dell'autunno 2022, la Commissione europea stima che il 25 per cento circa del sostegno a livello di Unione europea è stato mirato nel 2022.

## Grafico 1

### Misure di bilancio discrezionali in risposta all'inflazione elevata attuate nell'area dell'euro

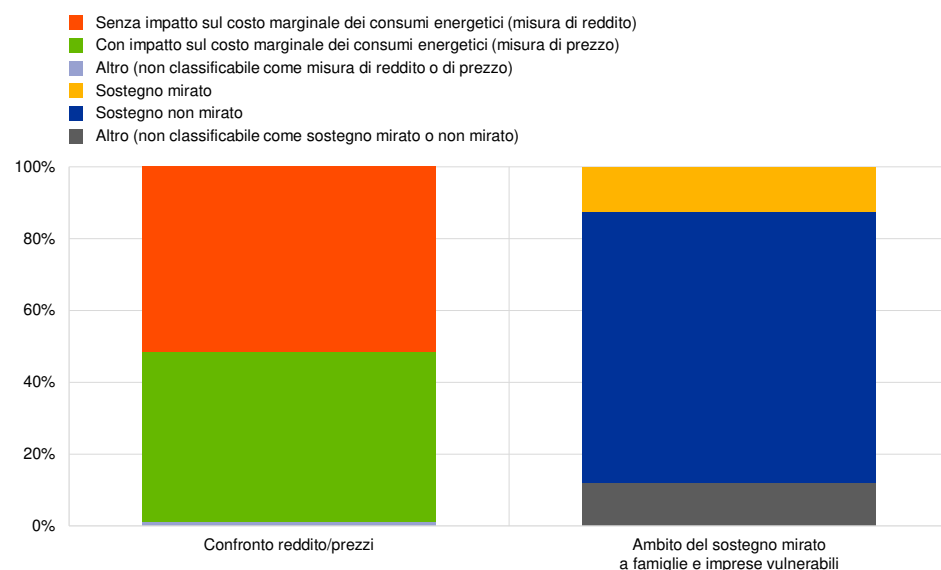
#### a) Entità delle misure di sostegno e composizione per strumento di bilancio nell'orizzonte di proiezione

(in percentuale del PIL, livello annuo)



#### b) Ambito delle misure mirate nel periodo 2022-2023

(in percentuale del sostegno totale fornito nel biennio 2022-2023)



Fonte: elaborazioni della BCE in base alle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022.

Note: nel pannello a) l'altezza degli istogrammi riflette l'impatto delle misure di stimolo sul saldo di bilancio (in termini lordi). "Sostegno netto" denota il sostegno di bilancio lordo corretto per le misure di finanziamenti discrezionali (principalmente imposte sui profitti eccezionali del settore energetico). "Altri trasferimenti" denota principalmente i trasferimenti alle famiglie.

Nel pannello b), le quote sono calcolate in base alle misure complessive nel periodo 2022-2023. La categoria "Altro (non classificabile come misura di reddito o di prezzo)" include, ad esempio, gli acquisti di gas da parte delle amministrazioni pubbliche per esigenze di stoccaggio. La voce "Altro (non classificabile come sostegno mirato o non mirato)" comprende, inoltre, il sostegno al capitale per i fornitori di gas. Per le famiglie, una misura è considerata mirata se vi è una qualche forma di accertamento delle condizioni di indigenza. Per le imprese, una misura si considera mirata se riguarda specifiche attività a elevato consumo di energia, come definito dalla Commissione europea.

**I provvedimenti di sostegno di bilancio in risposta agli elevati livelli dell'inflazione e dei corsi dell'energia dovrebbero essere in larga parte revocati nel biennio 2024-2025.** Basandosi sostanzialmente sulle misure approvate nel

contesto dei documenti programmatici di bilancio per il 2023, lo scenario di base per il 2024 delle proiezioni dell'Eurosistema di dicembre 2022 incorpora misure espansive pari allo 0,5 per cento circa del PIL (in calo rispetto a un valore prossimo al 2 per cento del PIL del 2023) poiché molte misure dovrebbero giungere a scadenza o attenuare gradualmente il loro impatto sul bilancio. Circa la metà dello stimolo per il 2024 è riconducibile a ulteriori sussidi, mentre la parte restante consiste perlopiù in una proroga dei tagli applicati ai prezzi dell'energia e ad altre imposte indirette, nonché in misure di compensazione dell'inflazione sotto forma di riduzione delle imposte dirette. Un'ulteriore revoca delle misure si ipotizza per il 2025, con una conseguente riduzione del costo di bilancio stimato allo 0,2 per cento del PIL. Nel complesso, la portata di tali misure nell'orizzonte temporale di proiezione dipenderà dalle ulteriori decisioni dei governi sulle politiche di bilancio, nonché dai futuri andamenti dei prezzi dell'energia e dell'inflazione.

## La reazione automatica e gli altri aggiustamenti dei conti pubblici in risposta all'inflazione elevata

**A livello aggregato per l'area dell'euro, si stima che la quota della spesa indicizzata automaticamente nel 2022 sia pari a quasi un terzo della spesa pubblica totale.** Come mostrato nel grafico 2, la maggior parte di questa spesa (circa tre quarti) è indicizzata all'inflazione (indici dei prezzi), mentre la parte rimanente è indicizzata principalmente ai salari (livelli salariali dell'intera economia, salari minimi). L'indicizzazione, in particolare di pensioni e salari<sup>20</sup>, è perlopiù retrospettiva e ritardata di un anno. Le pensioni pubbliche costituiscono la quota più elevata della spesa totale (21 per cento), seguite da sussidi di disoccupazione e altri contributi sociali in denaro (6 per cento) e salari pubblici (4 per cento). La voce "Altro" (1 per cento), infine, si riferisce principalmente alla spesa per interessi correlata al debito indicizzato all'inflazione.

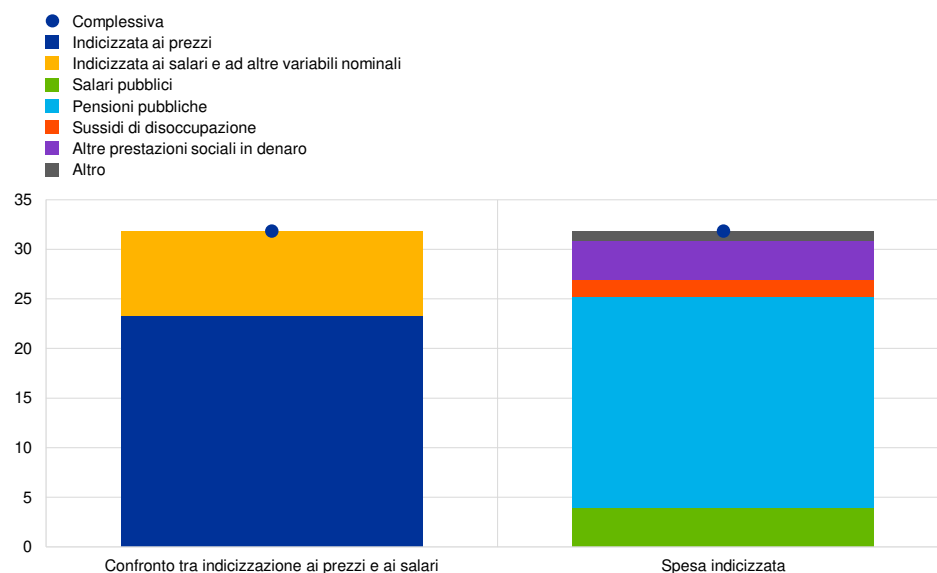
---

<sup>20</sup> Per informazioni dettagliate su queste due voci principali, cfr. Checherita-Westphal, C. (a cura di), "Public wage and pension indexation in the euro area: an overview", *Occasional Paper Series*, n. 299, BCE, agosto 2022. In alcuni casi l'indicizzazione all'inflazione passata avviene solo parzialmente, o con maggiore ritardo. In Italia, ad esempio, i salari pubblici vengono indicizzati automaticamente all'inflazione in base all'IPC nazionale al netto dei beni energetici. Ciò avviene in maniera retrospettiva al termine dell'accordo triennale sulle retribuzioni.

## Grafico 2

### Indicizzazione automatica della spesa pubblica nell'area dell'euro nel 2022

(percentuali della spesa pubblica a livello aggregato per l'area dell'euro)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sul questionario del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPF).

Nota: i dati sono aggregati a livello dell'area dell'euro, in base a un approccio bottom-up a livello nazionale.

**Oltre all'indicizzazione automatica, un aumento inatteso dei prezzi di beni e servizi ha conseguenze dirette per le altre spese pubbliche.** Mentre la spesa nominale è approvata discrezionalmente con cadenza annuale nel contesto del ciclo di bilancio, generalmente ancorato a strategie di medio periodo, è probabile che uno shock inflazionistico - specialmente se ampio - si trasmetta almeno in parte alla spesa pubblica nominale, anche nel breve periodo. Ciò è particolarmente vero nel caso degli acquisti pubblici di beni e servizi e, in qualche misura, anche degli investimenti (questi ultimi potrebbero essere regolati da contratti di lungo periodo, nel qual caso un'inflazione elevata potrebbe comportare ritardi nell'esecuzione).

### Impatto stimato degli andamenti dell'inflazione inattesi sul saldo di bilancio dell'area dell'euro

**La presente sottosezione intende valutare l'effetto dell'inflazione sul saldo di bilancio dell'area dell'euro che si manifesta anche senza l'attuazione di misure di bilancio discrezionali da parte delle amministrazioni pubbliche.** L'analisi segue un approccio bottom-up (paese per paese) e utilizza il modello di proiezione dei conti pubblici della BCE che incorpora un'ampia gamma di variabili di bilancio collegate ai prezzi. In particolare, tiene conto di meccanismi di indicizzazione della spesa specifici per paese, come descritto nella sottosezione precedente<sup>21</sup>. Di conseguenza, l'analisi esamina l'effetto diretto (parziale) dell'andamento inatteso

<sup>21</sup> Come parte di un'estensione della piattaforma per le proiezioni di bilancio predisposta ai fini della presente analisi. L'estensione è stata resa possibile dalle informazioni raccolte dai membri dell'Eurosistema del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance) attraverso un questionario standard sull'indicizzazione delle voci di spesa.

dell'inflazione osservato nell'ultimo anno sul saldo di bilancio (e sulle sue componenti) nel periodo 2022-2024<sup>22</sup>.

**La sorpresa inflazionistica utilizzata in questa simulazione è approssimata dalle revisioni apportate alle previsioni sui prezzi dal momento in cui l'inflazione ha iniziato a salire nell'area dell'euro.** L'esercizio di proiezione di riferimento per il calcolo delle revisioni è quello elaborato dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021<sup>23</sup>. Da allora le prospettive di inflazione, in special modo per il 2022 e il 2023, sono state riviste significativamente al rialzo (cfr. il pannello a) del grafico 3). Il deflatore dei prezzi all'importazione, in particolare, ha registrato la revisione più consistente, a indicare la natura prevalentemente esterna dello shock inflazionistico. Ciò ha contribuito alle ampie revisioni apportate allo IAPC complessivo e al deflatore dei consumi delle famiglie, che sono entrambi indici con un significativo contenuto di importazioni. Altri indici dei prezzi interni, come il deflatore del PIL e la compensazione media, sono stati rivisti al rialzo in misura soltanto limitata. Le simulazioni, quindi, valutano esclusivamente come il saldo di bilancio e le sue componenti siano influenzati da revisioni delle variabili di prezzo (vale a dire che le variabili reali e finanziarie sono mantenute costanti in base alla natura di equilibrio parziale dell'analisi e le misure discrezionali di bilancio previste non vengono prese in considerazione).

---

<sup>22</sup> Come sistema di equilibrio parziale, la piattaforma illustra solo il collegamento più diretto tra i prezzi e le variabili di bilancio e, pertanto, non rileva tutte le forze in gioco. In particolare, non è in grado di rappresentare l'effetto frenante di uno shock inflazionistico sui consumi o l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria. Considerando questi canali indiretti, la valutazione dell'impatto dell'inflazione sul saldo di bilancio sarebbe più negativa. Analogamente, le elasticità standard della piattaforma alla situazione fiscale non rileveranno l'aumento del gettito fiscale osservato in alcuni paesi, in particolare in relazione alle imposte dirette e indirette gravanti sulle società nel contesto della ripresa post-pandemia e della forte espansione su base nominale. Al contrario, questo fattore costituisce un rischio al rialzo per l'analisi.

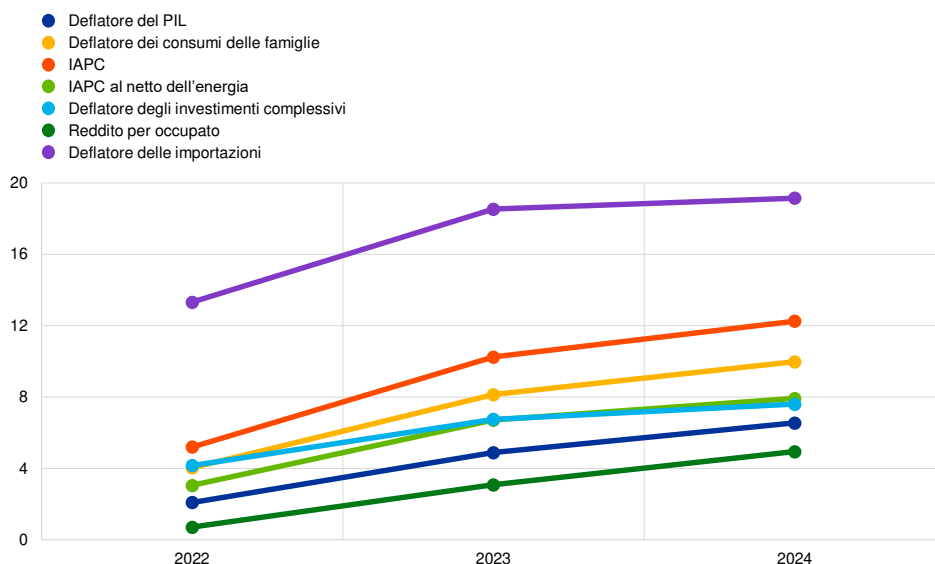
<sup>23</sup> L'approssimazione della sorpresa inflazionistica come differenza tra due esercizi di previsione è in linea con altri esercizi recentemente condotti in un quadro empirico, come il World Economic Outlook 2022 dell'FMI.

### Grafico 3

#### Sorpresa inflazionistica e relativi effetti sul saldo di bilancio dell'area dell'euro

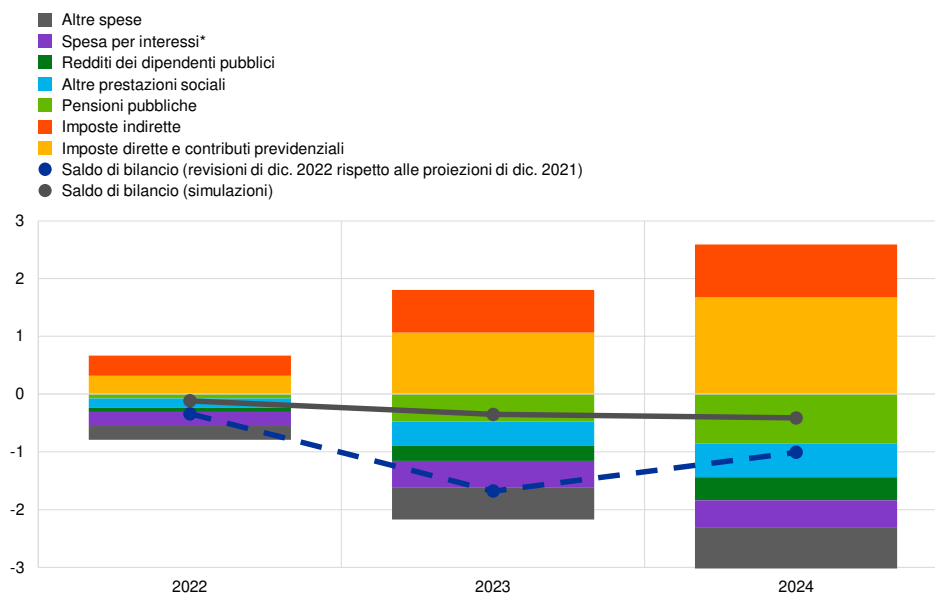
##### a) Sorpresa inflazionistica: revisioni alle variabili dei prezzi a dicembre 2022 rispetto alle proiezioni dell'Eurosistema di dicembre 2021

(deviazioni dei tassi di crescita in termini cumulati, punti percentuali)



##### b) Effetto (parziale) diretto della sorpresa inflazionistica sul saldo di bilancio e revisioni complessive del saldo di bilancio

(in percentuale del PIL; linea tratteggiata = punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 e a dicembre 2022.

Note: nel pannello b), la linea nera relativa al saldo di bilancio e gli istogrammi (relative componenti) riflettono i risultati della simulazione dell'impatto (parziale) diretto (indicizzazione automatica e altri adeguamenti) della sorpresa inflazionistica. Sono esclusi la risposta discrezionale della politica di bilancio descritta all'inizio della presente sezione e gli effetti indiretti, come l'impatto della reazione della politica monetaria sulla spesa per interessi, sul prodotto e sulle basi imponibili. Ad esempio, la categoria "Spesa per interessi\*" nel grafico rileva solo l'impatto diretto delle revisioni all'inflazione sulla spesa per interessi correlata alle obbligazioni indicizzate all'inflazione. Tutti gli effetti dei canali indiretti, compresi l'impatto complessivo della spesa per interessi e la reazione discrezionale della politica di bilancio, insieme ad altri fattori, sono rilevati dalla linea tratteggiata, che indica le revisioni totali apportate al rapporto saldo di bilancio/PIL tra le serie delle proiezioni di dicembre 2021 e dicembre 2022. La categoria "Imposte dirette e contributi previdenziali" indica l'impatto su queste voci, a carico sia delle famiglie sia delle imprese.

**Secondo le simulazioni, occorre un anno prima che il saldo di bilancio dell'area dell'euro risenta negativamente dell'impennata dell'inflazione (cfr. il pannello b) del grafico 3).** Nel 2022 l'aumento contenuto, seppur istantaneo, delle imposte e la parziale reazione dal lato della spesa hanno determinato un effetto complessivo sostanzialmente neutro sul saldo di bilancio. Negli anni successivi, tuttavia, le pressioni sulla spesa si intensificano, più che compensando i benefici dal lato delle entrate e determinando un deterioramento del saldo di bilancio pari a quasi lo 0,5 per cento del PIL nel 2024. L'impatto sfavorevole complessivamente lieve sui conti pubblici delle pressioni sui prezzi deriva dalla natura della sorpresa inflazionistica, la cui origine è principalmente costituita da uno shock esterno dal lato dell'offerta. Questo tipo di inflazione determina incrementi più limitati dal lato delle entrate, che a loro volta possono essere facilmente superati da pressioni aggiuntive sulla spesa<sup>24</sup>. Come spiegato in precedenza, le simulazioni in questo contesto colgono l'impatto "diretto" della sorpresa inflazionistica sul saldo primario, mentre in termini di spesa per interessi l'impatto è limitato alle obbligazioni indicizzate all'inflazione. Pertanto, è probabile che gli effetti stimati costituiscano un limite inferiore giacché l'esercizio non incorpora altri canali rilevanti, quali un effetto frenante dell'inasprimento della politica monetaria sull'economia reale o la risposta discrezionale della politica di bilancio descritta all'inizio di questa sezione. Tali canali (insieme ad altri fattori che potrebbero non essere direttamente legati all'elevato shock inflazionistico) sono rilevati nella revisione, molto più ampia, del saldo di bilancio tra le proiezioni di dicembre 2021 e quelle di dicembre 2022 formulate dagli esperti dell'Eurosistema (cfr. la linea tratteggiata nel pannello b) del grafico 3).

## Impatto stimato della sorpresa inflazionistica sul debito pubblico dell'area dell'euro

**Per quanto riguarda il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro, solo prendendo in considerazione le revisioni dei prezzi si osserverebbe un impatto favorevole della sorpresa inflazionistica attraverso l'effetto sul denominatore.** Le simulazioni condotte in linea con la metodologia definita nella sottosezione precedente indicano un calo di quasi 5 punti percentuali del rapporto tra debito pubblico e PIL nel 2024. Ciò è dovuto all'effetto denominatore determinato dalle revisioni del deflatore del PIL, che è valutato in crescita di circa 6 punti percentuali rispetto alle proiezioni formulate un anno fa. Tuttavia, tali risultati non riflettono tutte le ripercussioni dell'inflazione (e della conseguente reazione della politica monetaria), come l'aumento del costo del finanziamento (a eccezione delle obbligazioni indicizzate all'inflazione), le revisioni al ribasso della crescita reale o le misure di bilancio discrezionali adottate in risposta all'elevata inflazione. Per contro, le revisioni rispetto a dicembre 2022, che tengono conto di tutti questi fattori (compresi alcuni non collegati allo shock inflazionistico), indicano un aumento del rapporto tra debito e PIL (cfr. la linea tratteggiata nel pannello a) del grafico 4) e la

<sup>24</sup> Il modello di previsione di bilancio della BCE include le elasticità fiscali, che collegano il gettito fiscale alle basi macroeconomiche. Ove giustificato, in particolare per la progressività delle imposte sul reddito, i loro valori superano l'unità al fine di cogliere il drenaggio fiscale (cfr. la parte 2). In alcuni paesi le misure discrezionali adottate per adeguare gli scaglioni di imposta all'elevata inflazione sono tenute in conto nel sostegno di bilancio illustrato nella sezione 3.1.

sua scomposizione completa nel pannello b) del grafico 4). Per gli effetti di più lungo periodo, le simulazioni stilizzate di uno shock inflazionistico esterno dal lato dell'offerta in un quadro di equilibrio generale portano a conclusioni analoghe (cfr. il riquadro 1).

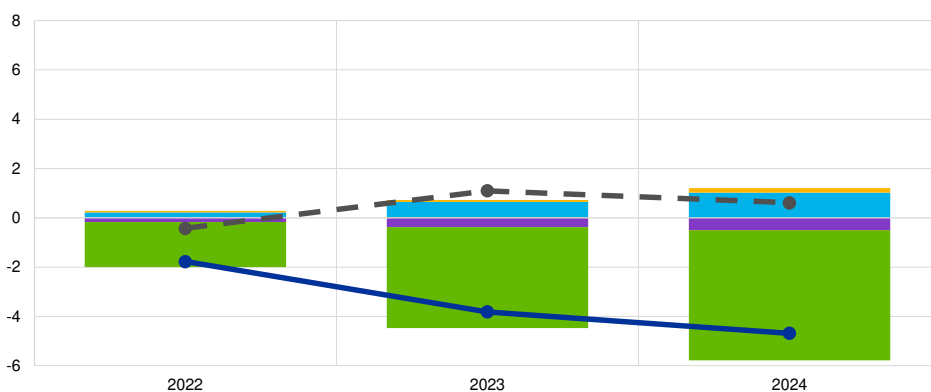
## Grafico 4

### Sorpresa inflazionistica e relativo effetto sul rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro

#### a) Effetto (parziale) diretto sul rapporto debito/PIL delle revisioni dei prezzi tra gli esercizi di proiezione dell'Eurosistema di dicembre 2021 e dicembre 2022

(punti percentuali)

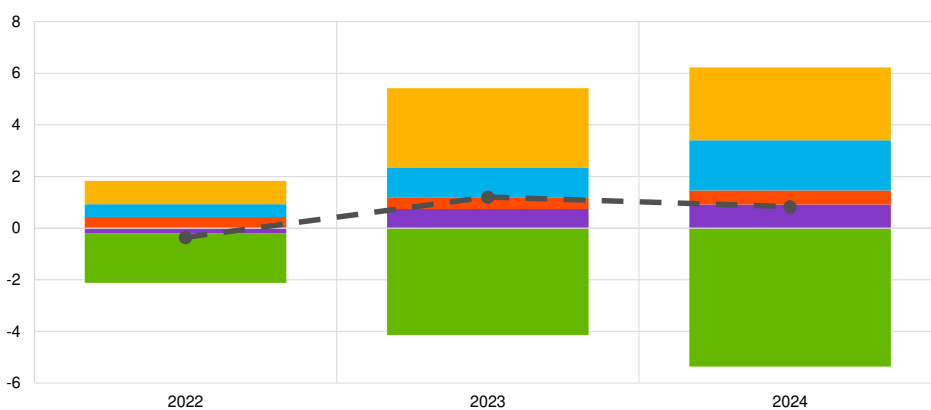
- Effetto snowball (crescita del deflatore)
- Effetto snowball (crescita in termini reali)
- Effetto snowball (tasso di interesse implicito\*)
- Raccordo disavanzo-debito
- Disavanzo primario
- Rapporto tra debito pubblico e PIL (revisioni di dicembre 2022 rispetto a dicembre 2021)
- Rapporto tra debito pubblico e PIL



#### b) Scomposizione delle revisioni complessive del rapporto debito/PIL tra gli esercizi di proiezione dell'Eurosistema di dicembre 2021 e dicembre 2022

(punti percentuali)

- Effetto snowball (crescita del deflatore)
- Effetto snowball (crescita in termini reali)
- Effetto snowball (tasso di interesse implicito\*)
- Raccordo disavanzo-debito
- Disavanzo primario
- Rapporto debito pubblico/ PIL (revisioni di dicembre 2022 rispetto a dicembre 2021)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 e a dicembre 2022.

Note: gli effetti a cascata ("snowball") in entrambi i grafici si riferiscono alla variazione del rapporto debito/PIL dovuta al differenziale tra il tasso di interesse effettivo corrisposto sullo stock di debito e la crescita nominale del PIL (ulteriormente scomposta, nel grafico, in crescita del PIL in termini reali e crescita del deflatore del PIL).

Il pannello a) illustra l'effetto delle revisioni delle variabili dei prezzi sul rapporto tra debito e PIL, in linea con la metodologia seguita nella sottosezione precedente. In tale contesto, la categoria "Effetto snowball (tasso di interesse implicito\*)" riflette solo l'impatto diretto delle revisioni dell'inflazione sulla spesa per interessi legata alle obbligazioni indicizzate all'inflazione. La linea tratteggiata indica le revisioni del rapporto debito/PIL fra le serie di proiezioni di dicembre 2022 e dicembre 2021, al netto degli effetti base delle revisioni del rapporto debito/PIL a partire dal 2021.

Il pannello b) riflette le revisioni complessive del rapporto debito/PIL e delle sue determinanti fra le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre 2021 e quelle di dicembre 2022.

## Riquadro 1

### Simulazioni stilizzate dell'effetto di più lungo periodo di uno shock inflazionistico sul debito pubblico in un quadro di equilibrio generale

---

Il presente riquadro esamina le implicazioni di uno shock inflazionistico stilizzato dal lato dell'offerta per le prospettive del debito pubblico dell'area dell'euro, impiegando un approccio di equilibrio generale. I risultati della simulazione mostrano che un impatto negativo sull'attività economica causato da uno shock esterno avverso dal lato dell'offerta potrebbe superare l'impatto positivo dell'aumento dell'inflazione sui rapporti tra debito e PIL, mentre uno shock della domanda interna ridurrebbe l'onere del debito nel medio termine.

L'analisi mira a illustrare i principali canali di propagazione di uno shock esterno avverso standardizzato sulle ragioni di scambio che richiamano alcune caratteristiche, ma non l'entità, del recente aumento dell'inflazione. Lo shock è calibrato per condurre, in assenza di una reazione di politica monetaria, a un aumento di 1 punto percentuale dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'arco di tre anni. È concepito come una serie di shock inattesi da aumento dei costi che hanno origine nel resto del mondo sulle relative esportazioni di beni. Per illustrare la differenza rispetto a uno shock indotto dalla domanda interna, si considera anche uno shock interno favorevole di riduzione del premio per il rischio su un periodo di tre anni, che sosterebbe la domanda interna e, di conseguenza, l'inflazione. Questi due shock sono analizzati utilizzando il modello Euro Area and Global Economy (EAGLE)<sup>25</sup>, un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) multi-paese calibrato per i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, il resto dell'area dell'euro e il resto del mondo<sup>26</sup>. Non vengono considerate le misure discrezionali di politica di bilancio in risposta allo shock inflazionistico. Per quanto riguarda la reazione automatica dei conti pubblici, si applica un approccio semplificato basato sull'analisi contenuta nella sezione 3. Analogamente allo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, a partire dal 2025 il saldo di bilancio strutturale dovrebbe registrare un miglioramento. Si ipotizza che la politica monetaria reagisca allo shock dell'inflazione misurata sullo IAPC aumentando il tasso di rifinanziamento principale, secondo una regola di Taylor standard. La sequenza di incrementi dei tassi di interesse indotta si trasmetterà interamente ai rendimenti sulle obbligazioni sovrane a breve termine e, attraverso la componente delle aspettative, in parte anche ai tassi a lungo termine.

Nel caso di uno shock esterno dal lato dell'offerta con una reazione della politica monetaria basata sulla regola di Taylor standard, le simulazioni mostrano un impatto avverso sul rapporto debito/PIL, principalmente attraverso il canale del PIL in termini reali che domina l'impatto favorevole dell'aumento dell'inflazione (cfr. il pannello a) del grafico A). In questo scenario, lo shock ha un impatto negativo sull'attività economica. Il calo del PIL è dovuto a due fattori principali: gli effetti recessivi diretti di un aumento dei prezzi all'importazione e la risposta di politica monetaria per contrastare il conseguente aumento dell'inflazione. Il loro impatto è esacerbato dalla natura inattesa dello shock<sup>27</sup>. Si stima che l'effetto del calo del PIL sia almeno doppio rispetto a quello positivo di

---

<sup>25</sup> Per una descrizione dettagliata del modello, cfr. Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29, n. 5, settembre 2012, pagg. 1686-1714.

<sup>26</sup> Per limitare la sostituibilità tra i beni importati dal resto del mondo e quelli commerciabili dell'area dell'euro, l'elasticità è stata ridotta per tenere conto dell'elevata dipendenza dei paesi dell'area dalle importazioni di materie prime.

<sup>27</sup> Le simulazioni di uno shock di pari entità pienamente atteso dagli operatori economici mostrano un minore impatto negativo sul PIL e quindi un impatto meno sfavorevole sul rapporto tra debito e PIL.

riduzione del rapporto debito/PIL derivante dal più elevato deflatore del PIL. L'effetto cumulato sul rapporto tra debito e PIL sarebbe significativo su un orizzonte decennale.

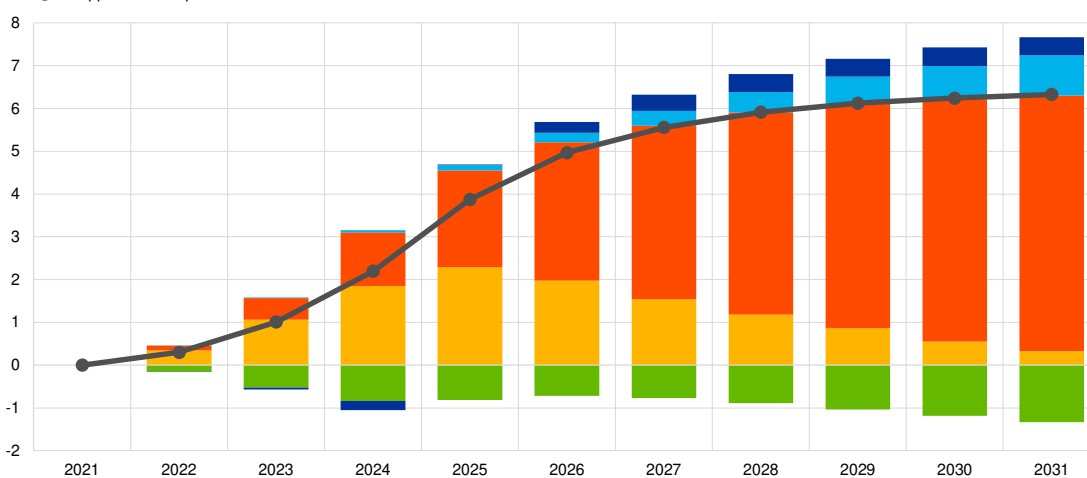
## Grafico A

Impatto di uno shock inflazionistico sul rapporto debito pubblico/PIL: aggregato dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro

### a) Shock esterno dal lato dell'offerta

(punti percentuali)

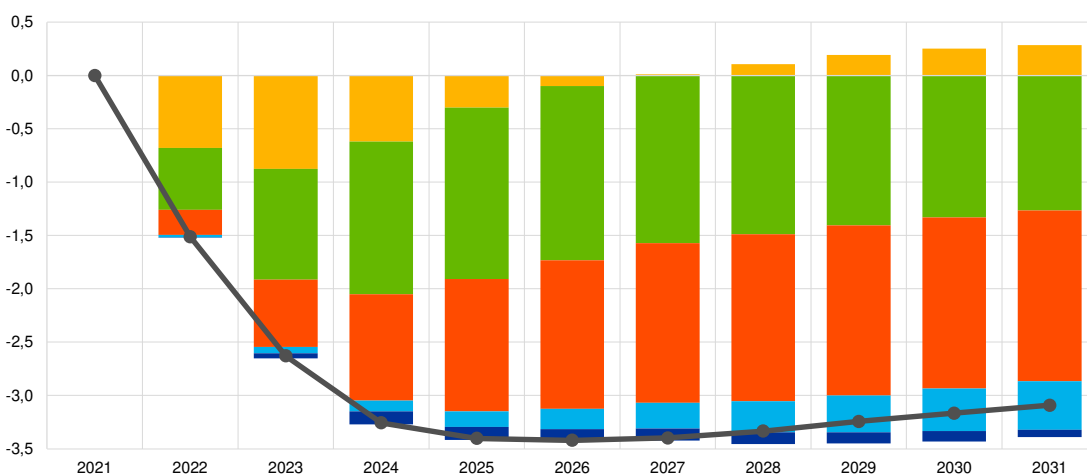
- Disavanzo primario strutturale
- Componente ciclica
- Effetto snowball (crescita in termini reali)
- Effetto snowball (tasso di interesse implicito)
- Effetto snowball (crescita del deflatore)
- Rapporto debito pubblico/PIL



### b) Shock interno dal lato della domanda

(punti percentuali)

- Disavanzo primario strutturale
- Componente ciclica
- Effetto snowball (crescita in termini reali)
- Effetto snowball (tasso di interesse implicito)
- Effetto snowball (crescita del deflatore)
- Rapporto debito pubblico/PIL



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: nel presente grafico, i contributi del disavanzo primario strutturale e della componente ciclica corrispondono al contributo del disavanzo primario (cfr. anche le note al grafico 4 del testo principale per le altre componenti incluse nella scomposizione del rapporto debito/PIL). Il forte contributo cumulato della componente ciclica deriva dal fatto che l'output gap dovrebbe soltanto chiudersi nell'orizzonte di simulazione e non tornare in territorio positivo.

(caratteristiche standard nei modelli DSGE). Pertanto, le perdite di bilancio non sono compensate, anche se il livello del PIL tornerà in ultima analisi al suo stato di equilibrio (PIL potenziale).

Nel caso di un'inflazione elevata trainata dalla domanda interna, l'effetto sul PIL in termini reali e sulle prospettive per il debito sarebbe lievemente favorevole (cfr. il pannello b) del grafico A). In tale scenario, gli operatori economici incrementeranno i consumi e gli investimenti poiché si aspettano un calo del tasso di interesse reale nell'economia<sup>28</sup>. Di conseguenza, il rapporto debito/PIL beneficerebbe di due effetti di riduzione del debito: a) una maggiore crescita del PIL in termini reali e i suoi effetti positivi sul denominatore e sul saldo di bilancio; b) inflazione più elevata e quindi un deflatore del PIL più elevato (effetto denominatore). Le due serie di risultati dovrebbero essere considerate diametralmente opposte, poiché il periodo inflazionistico in atto dalla metà del 2021 nell'area dell'euro è molto probabilmente il risultato di una combinazione di shock dal lato dell'offerta e, in misura minore, dal lato della domanda.

---

## 4 Effetti della politica di bilancio sull'inflazione e sulla crescita nell'area dell'euro

**La presente sezione utilizza simulazioni basate su modelli per valutare l'impatto delle misure discrezionali di politica di bilancio sull'inflazione e sulla crescita nell'area dell'euro.** Le simulazioni distinguono tra l'impatto derivante da: a) misure di sostegno pubblico discrezionali in risposta al rincaro dell'energia e all'inflazione (cfr. il grafico 1); e b) tutte le restanti misure discrezionali incluse nello scenario di base delle proiezioni di dicembre 2022. Queste ultime includono le misure di consolidamento collegate al finanziamento dei pacchetti energetici e la parziale inversione del sostegno connesso alla crisi legata al COVID-19 e alla successiva ripresa. Gli effetti macroeconomici di tali shock di bilancio sono aggregati a livello dell'area dell'euro, sulla base di risultati di simulazione specifici per paese nel contesto delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema<sup>29</sup>. I risultati della simulazione sono caratterizzati da un significativo grado di incertezza derivante dall'entità, dalla struttura e dalla trasmissione degli shock di bilancio, data la loro natura senza precedenti. Tali shock dipendono a loro volta dagli andamenti dei prezzi dell'energia e da altre decisioni di politica di bilancio.

**Si stima che nel periodo 2022-2023 le misure discrezionali espansive, volte a proteggere l'economia dell'area dell'euro da un'inflazione elevata, esercitino effetti positivi sulla crescita, riducendo al tempo stesso le spinte inflazionistiche. Tuttavia, tali effetti vengono sostanzialmente invertiti nel resto**

<sup>28</sup> Poiché non esiste alcun rischio di disancoraggio delle aspettative di inflazione, il modello non tiene conto dell'impatto macroeconomico negativo del persistere di un'inflazione più elevata. Pertanto, l'effetto positivo sull'attività reale dovrebbe essere considerato un limite superiore dell'effetto positivo atteso.

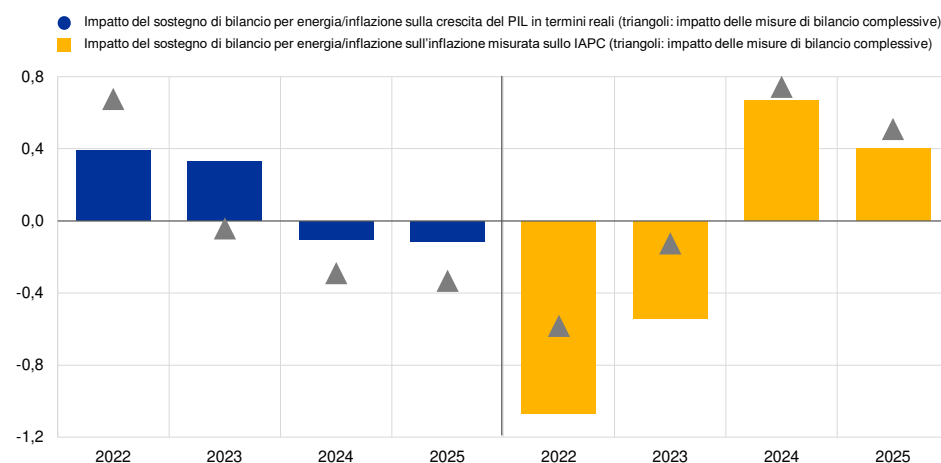
<sup>29</sup> Sono state effettuate simulazioni alternative utilizzando altri due modelli: le elasticità del modello base (Basic Model Elasticities, BMEs) e il modello ECB-BASE. Le BME riassumono gli effetti delle variazioni delle ipotesi (comprese quelle relative ai conti pubblici) sulle variabili macroeconomiche. Vantaggi e limiti sono analizzati più nel dettaglio in *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection* BCE, luglio 2016. Per maggiori dettagli sul modello ECB-BASE cfr. Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. e Zimic, S., "Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2315, BCE, settembre 2019. In questi modelli, soprattutto nell'ECB-BASE, gli effetti sull'inflazione misurata sullo IAPC sono lievemente più marcati rispetto a quelli riportati nel grafico 5.

**dell'orizzonte temporale di proiezione.** Ciò è dovuto principalmente al fatto che il sostegno di bilancio in risposta allo shock energetico è valutato come temporaneo e, sulla base delle politiche attualmente approvate, verrà per lo più ritirato a partire dal 2024. Si stima che il sostegno di bilancio abbia ridotto l'inflazione nel 2022 e che la ridurrà ulteriormente nel 2023, con una sostanziale inversione dell'effetto nel 2024 e nel 2025, determinandone una maggiore persistenza. Nel complesso, data la natura e la composizione della risposta di bilancio (come descritto nella sezione 3), il suo impatto sull'inflazione misurata sullo IAPC si manifesta principalmente attraverso la componente energetica. Gli effetti sull'inflazione misurata sullo IAPC, derivanti dall'aumento della domanda a seguito dello stimolo di bilancio, si accumulano più gradualmente. Cfr. gli istogrammi del grafico 5 per i risultati della simulazione. Per un'analisi dell'impatto distributivo delle misure adottate dai governi per compensare le famiglie per l'elevata inflazione, cfr. il riquadro 2.

### Grafico 5

#### Effetti macroeconomici delle misure discrezionali di politica di bilancio dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2022 ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli effetti macroeconomici sono riportati a livello aggregato per l'area dell'euro come deviazioni in punti percentuali da uno scenario di base in assenza delle misure di politica di bilancio. Le simulazioni sono condotte sulla base di una semplificazione, ipotizzando che gli shock di bilancio siano esogeni e che non vi sia alcuna risposta di politica monetaria.

#### **Al di là del sostegno fornito per l'energia e l'inflazione, nel complesso, le recenti misure discrezionali di bilancio hanno effetti in qualche misura più contenuti sulla crescita e sull'inflazione nell'orizzonte temporale di proiezione.**

A causa della tempistica e della composizione delle misure di bilancio discrezionali complessive, si valuta che l'impatto sulla crescita sia positivo solo nel 2022, per poi diventare lievemente negativo nel 2023 e più marcatamente negativo nel periodo 2024-2025, quando verrà revocata una quota maggiore di misure, comprese quelle relative alla crisi legata al COVID-19 e alla ripresa. L'impatto sull'inflazione è meno pronunciato rispetto a quello delle misure di compensazione diretta per l'energia e l'inflazione attuate nei primi due anni dell'orizzonte temporale di proiezione, a causa di altre misure di compensazione e della revoca di alcune delle misure collegate alla pandemia (in particolare, una riduzione delle sovvenzioni nel 2022, rispetto al 2021, in alcune delle maggiori economie dell'area dell'euro). Cfr. i triangoli del grafico 5 per

i risultati della simulazione. Considerando l'effetto cumulato di tutte le misure di stimolo di bilancio incorporate nello scenario di base a partire dal 2020 (rispetto al periodo, antecedente la pandemia, del 2019), si stima che la politica di bilancio continui a esercitare un impatto positivo sul PIL dell'area dell'euro (di 2,3 punti percentuali circa nel periodo 2020-2025 in termini cumulati, rispetto a uno scenario di "assenza di variazioni nella politica di bilancio"), ma anche sullo IAPC (di circa 0,8 punti percentuali).

## Riquadro 2

### Impatto distributivo delle misure di bilancio attuate per compensare l'elevata inflazione al consumo<sup>30</sup>

---

I governi dell'area dell'euro hanno compiuto notevoli sforzi di bilancio per attutire l'impatto dell'attuale shock inflazionistico sulle famiglie. In generale, si ritiene che le famiglie a più basso reddito risentano in misura maggiore dell'elevata inflazione al consumo. Ciò vale in particolare per l'inflazione determinata dai prezzi dei beni energetici, poiché le famiglie a più basso reddito sono maggiormente esposte agli aumenti dei costi di elettricità, gas e riscaldamento rispetto alle famiglie a più alto reddito<sup>31</sup>. Le misure adottate finora dai governi sono principalmente volte a contenere gli aumenti dei prezzi (misure di prezzo), ma alcune sostengono direttamente anche il reddito delle famiglie (cfr. la sezione 3).

Ma quanto sono state efficaci le misure di compensazione dell'inflazione adottate dai governi dell'area dell'euro nell'affrontare il divario di inflazione creato dallo shock inflazionistico? Il presente riquadro riassume le analisi del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working group on public finance - WGPF) in merito all'impatto distributivo delle misure adottate dai governi per compensare l'elevata inflazione dei consumi nel 2022. Lo studio utilizza un modello di microsimulazione delle imposte e dei benefici sociali per l'Unione europea (EUROMOD) con microdati come input (EU-SILC) per quantificare l'impatto delle misure di sostegno al reddito, nonché alcuni calcoli semplificati per valutare l'impatto distributivo delle misure di prezzo<sup>32</sup>. L'analisi è parziale, in quanto non tiene conto dei probabili effetti di sostituzione nei consumi a scapito, ad esempio, di energia e di prodotti ad alta intensità energetica. Inoltre, non tiene conto dell'effetto sulla distribuzione della ricchezza né dell'effetto distributivo di maggiori rimborsi futuri del debito pubblico.

In media, le misure adottate dai governi hanno attenuato circa un quarto della perdita di reddito delle famiglie dell'area dell'euro dovuta all'inflazione nel 2022 (cfr. il grafico A). In primo luogo, le misure volte a contenere i rincari hanno temporaneamente ridotto i prezzi al consumo. Secondo le proiezioni, per l'aggregato dell'area dell'euro rappresentato dai quattro maggiori paesi dell'area, nonché da Grecia e Portogallo, l'inflazione al consumo dovrebbe essere stata superiore al 9 per cento nel 2022 (al netto dei costi relativi alle abitazioni di proprietà e ai canoni di locazione). Le nostre stime suggeriscono che l'aumento dei prezzi al consumo potrebbe essere stato superiore

---

<sup>30</sup> Gli autori desiderano ringraziare Simeon Bischl per la preziosa assistenza fornita nell'attività di ricerca e per il contributo dato al presente riquadro.

<sup>31</sup> Cfr. il riquadro 5 *Chi paga il conto? L'impatto disomogeneo del recente shock sui prezzi dell'energia* in questo numero del Bollettino. Sul concetto di povertà energetica, cfr. Faiella, I. e Lavecchia, L., "Energy poverty. How can you fight it, if you can't measure it?", *Energy and Buildings*, vol. 233, febbraio 2021.

<sup>32</sup> L'analisi completa che utilizza una versione ampliata dei dati dell'EUROMOD e delle indagini presso i consumatori è presentata in Amores, A. et al., "The distributional impact of fiscal measures to compensate consumer inflation", *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

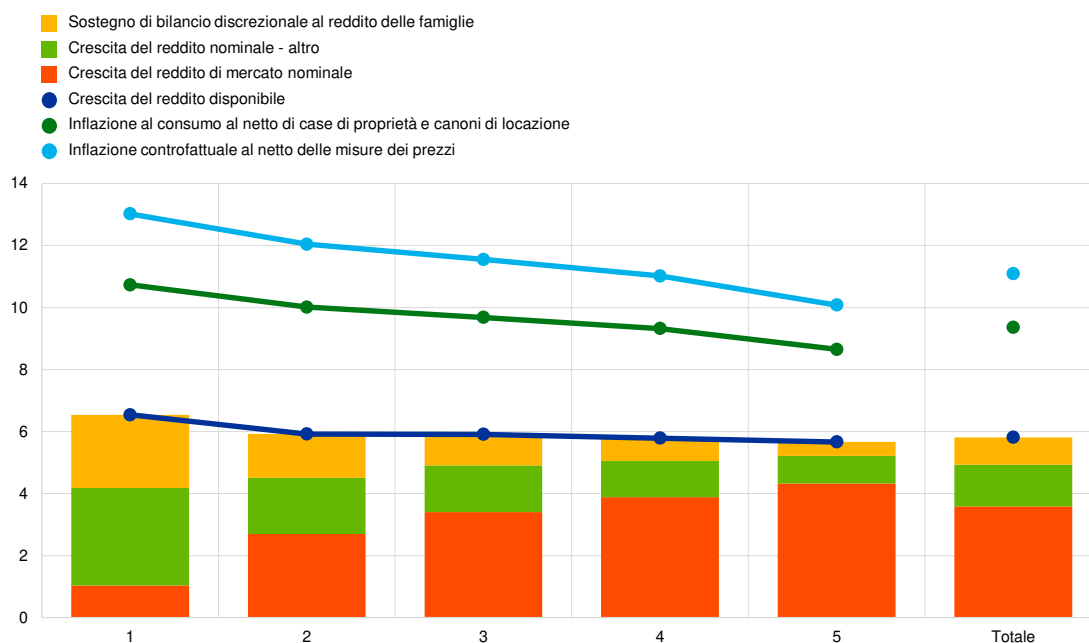
di circa 1,7 punti percentuali in assenza di misure sui prezzi, in particolare di quelle volte a contenere l'aumento dei prezzi del riscaldamento, della benzina e dell'elettricità.

In secondo luogo, le misure mirate a sostenere il reddito delle famiglie hanno contribuito all'aumento del loro reddito disponibile nominale. Nel complesso, un aumento del 5,8 per cento del reddito disponibile ha compensato circa il 60 per cento dell'aumento dell'inflazione registrato nel 2022 nell'area dell'euro. Gli incrementi sono principalmente riconducibili all'aumento atteso della componente di mercato del reddito delle famiglie (3,6 per cento), che riflette fra l'altro l'indicizzazione delle retribuzioni e delle pensioni nel settore pubblico (cfr. la sezione 3). Tuttavia, le misure discrezionali di sostegno al reddito adottate dalle amministrazioni pubbliche hanno contribuito a un aumento del reddito disponibile di 0,9 punti percentuali<sup>33</sup>. Tali misure comprendono: trasferimenti in contante a privati, famiglie con figli, studenti o pensionati; aumento delle sovvenzioni per i trasporti ai pendolari e sgravi fiscali o riduzioni delle imposte sul reddito che, di norma, si ipotizza siano temporanei.

## Grafico A

### Inflazione al consumo e reddito disponibile nominale delle famiglie nell'area dell'euro

(variazioni percentuali del reddito disponibile delle famiglie equivalente per decile)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i risultati per la crescita del reddito disponibile nominale si basano su microsimulazioni prodotte con il modello EUROMOD, utilizzando dati EU-SILC. I dati sugli aggiornamenti dell'inflazione al consumo specifici per quintile sono presentati nel riquadro 4 *L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito* nel numero 7/2022 di questo Bollettino, basato sui dati dell'Eurostat. L'inflazione al consumo differisce da quella misurata sullo IAPC in quanto non include, tra le altre variabili, le abitazioni occupate dai proprietari e i canoni di locazione. Lo scenario controfattuale per l'inflazione al consumo ipotizza che la spesa energetica delle famiglie sarebbe stata più elevata di un volume pari a quello delle misure di prezzo adottate dalle amministrazioni pubbliche. Il calcolo tiene conto della spesa energetica specifica per quintile.

Sebbene non riguardasse solo le famiglie a più basso reddito, la maggior parte delle misure ha in qualche modo attenuato il divario inflazionistico creato dall'elevata inflazione (cfr. il grafico A). Le famiglie nei quintili inferiori dell'intervallo dei redditi hanno registrato un'inflazione al consumo più

<sup>33</sup> Altri fattori che contribuiscono alla crescita del reddito disponibile delle famiglie sono le misure delle amministrazioni pubbliche non direttamente collegate all'inflazione, quali le variazioni delle aliquote o degli scaglioni delle imposte sul reddito, e le variazioni dei sussidi.

elevata rispetto a quelle che si collocano nei quintili di reddito più elevato<sup>34</sup>. Ciò implica che, per la medesima crescita del reddito disponibile nominale, le famiglie a più basso reddito avranno subito un maggiore calo del potere d'acquisto rispetto alle famiglie ad alto reddito. Tale divario tra il quantile più basso e quello più alto del reddito, pari a circa 2 punti percentuali, poteva diventare ancora più ampio (avvicinandosi a 3 punti percentuali) in uno scenario controfattuale caratterizzato dall'assenza di misure dei prezzi. Le misure dei prezzi hanno favorito in misura lievemente superiore le famiglie a più basso reddito a causa della maggiore quota di prodotti energetici e a elevata intensità di energia all'interno dei rispettivi panieri di consumo<sup>35</sup>. Tutte le famiglie hanno beneficiato delle misure di bilancio dal lato del reddito; alcune di queste hanno riguardato specificamente le famiglie a più basso reddito. Di conseguenza, tali misure hanno portato a un aumento di 2,4 punti percentuali del reddito delle famiglie nel quintile più basso, contribuendo a oltre un terzo della crescita del reddito disponibile totale. Allo stesso tempo, hanno contribuito per circa 0,4 punti percentuali alla crescita del reddito disponibile delle famiglie nel quintile più ricco. Nel complesso, si stima che il differenziale di inflazione tra il quintile più alto e quello più basso sia pari a circa 1,2 punti percentuali, dopo aver tenuto conto delle misure relative sia ai prezzi sia al reddito.

Nell'affrontare l'impatto differenziale dell'inflazione sui vari gruppi di reddito, i governi dell'area dell'euro hanno la possibilità di migliorare l'efficienza economica delle misure di bilancio adottate. Si stima che approssimativamente un decimo soltanto del sostegno sia stato indirizzato alle famiglie a più basso reddito, che generalmente sono soggette a vincoli creditizi e per le quali un'inflazione più elevata limita immediatamente i consumi<sup>36</sup>. La maggior parte del denaro pubblico ha favorito le famiglie che disponevano dei mezzi per far fronte a un temporaneo aumento dell'inflazione al consumo in modo più agevole e autonomo. Ciò grava inutilmente sulle finanze pubbliche, già vulnerabili in diversi paesi dell'area dell'euro. Al tempo stesso molte misure preliminari, volte a contenere i rincari dell'energia nel 2022, hanno disincentivato la riduzione dell'utilizzo di energia da fonti fossili. I governi dovrebbero continuare a ricalibrare le misure di compensazione dell'inflazione, rendendole più mirate ed efficienti, per agevolare anche la transizione ecologica.

---

## 5 Osservazioni conclusive

**Oltre il breve periodo, i conti pubblici dell'area dell'euro potrebbero subire l'influenza negativa dell'attuale episodio di elevata inflazione.** Questa situazione si verificherebbe anche senza considerare la risposta discrezionale dei governi agli elevati prezzi dell'energia e all'inflazione (stimata a quasi il 2 per cento nel periodo 2022-2023). Tale impatto negativo è riconducibile principalmente alla natura e all'entità dello shock inflazionistico nell'area dell'euro, principalmente uno shock

---

<sup>34</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto del recente aumento dell'inflazione sulle famiglie a basso reddito* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

<sup>35</sup> Poiché l'energia rappresenta una quota maggiore dei consumi nei quintili a più basso reddito, le misure relative ai prezzi riducono l'inflazione specifica per quintile in misura maggiore per queste famiglie rispetto a quelle a più alto reddito. In termini assoluti, tuttavia, i quintili a più alto reddito possono trarre maggiore beneficio dalle misure relative ai prezzi rispetto ai quintili a più basso reddito perché, nel complesso, consumano più beni energetici.

<sup>36</sup> Per maggiori informazioni sulle disuguaglianze nei consumi, cfr. Attanasio, O.P. e Pistaferri, L., "Consumption Inequality", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n 2, 2016, pagg. 3-28.

energetico esterno di ampia portata che genera un gettito fiscale inferiore rispetto alle sue dimensioni, incide negativamente sulla redditività e sulla crescita delle imprese ed esercita forti pressioni sulla spesa pubblica nominale. Inoltre, la reazione di politica monetaria necessaria per evitare che questo shock inflazionistico determini effetti di secondo impatto ingiustificati si traduce in un aumento della spesa per interessi sul debito pubblico. In termini di rapporto tra debito e PIL dell'area dell'euro, l'analisi mostra che, oltre il breve periodo e sulla base della reazione della politica monetaria, un impatto avverso sull'attività economica da parte di uno shock negativo dal lato dell'offerta potrebbe più che compensare l'impatto positivo dell'aumento dell'inflazione sui rapporti tra debito e PIL.

**È stato inoltre rilevato che le misure discrezionali di politica di bilancio adottate dai governi dell'area dell'euro in risposta agli elevati prezzi dell'energia e all'inflazione hanno a loro volta prodotto effetti macroeconomici e distributivi significativi, sebbene solo temporanei.** Si stima che tali misure attenuino le pressioni inflazionistiche nel periodo 2022-2023, prima che questo effetto venga sostanzialmente invertito, determinando un aumento dell'inflazione nel periodo 2024-2025. Tuttavia il grado di efficacia delle misure di bilancio e della loro composizione nell'influenzare la dinamica dei prezzi è estremamente incerto, data la loro natura senza precedenti. È stato riscontrato anche che il sostegno di bilancio discrezionale in risposta a prezzi dell'energia e inflazione elevati inizialmente aumenta la crescita del PIL e sostiene il reddito disponibile nominale delle famiglie. Tuttavia, pur essendo progressive, alcune misure di bilancio non sono molto efficienti dal punto di vista economico. Si stima che solo una quota relativamente esigua delle misure di sostegno sia destinata alle famiglie a più basso reddito. Inoltre, l'onere aggiuntivo per i conti pubblici, soprattutto se il sostegno sarà esteso attraverso misure di più lunga durata, può creare ulteriori sfide in un contesto di crescenti spese per interessi, in particolare nei paesi fortemente indebitati.

**I risultati macroeconomici e di bilancio complessivi dipendono da numerosi fattori, fra cui la reazione della politica monetaria e di bilancio nel periodo a seguire.** Le misure di bilancio che non sono temporanee, mirate e modulate al fine di preservare gli incentivi per un minore consumo energetico potrebbero esacerbare le spinte inflazionistiche, il che richiederebbe una risposta di politica monetaria più vigorosa. Le politiche di bilancio dovrebbero pertanto essere orientate a rendere l'economia dell'area dell'euro più produttiva, a ricostituire i margini di bilancio e a ridurre gradualmente gli elevati livelli del debito pubblico<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Cfr. la [Dichiarazione di politica monetaria](#), BCE, 15 dicembre 2022.

# Statistiche

## Indice

1 Contesto esterno	S2
3 Prezzi e costi	S9
3 Prezzi e costi	S12
4 Andamenti del mercato finanziario	S13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

## Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dallo Statistical Data Warehouse (SDW): <http://sdw.ecb.europa.eu/>

I dati contenuti nella sezione statistica del Bollettino economico sono disponibili nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

La versione integrale dello Statistics Bulletin è reperibile nell'SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Le definizioni metodologiche sono consultabili nelle note generali dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Informazioni di dettaglio sui calcoli si trovano nelle note tecniche dello Statistics Bulletin: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-2,8	-11,0	-4,3	2,2	-6,1	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,3	5,9	7,6	2,1	8,1	5,3	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	.	2,1	4,0	1,0	3,0	3,5	.	.	8,0	9,1	2,5	.	8,4
2022 1° trim.	0,7	-0,4	0,5	-0,5	1,6	0,6	7,9	5,6	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2° trim.	-0,4	-0,1	0,1	1,2	-2,7	0,9	9,7	6,4	8,6	9,2	2,5	2,2	8,0
3° trim.	1,4	0,8	-0,2	-0,3	3,9	0,4	10,4	7,2	8,3	10,0	2,9	.	9,3
4° trim.	.	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	.	.	7,1	10,8	3,8	.	10,0
2022 set.	-	-	-	-	-	-	10,5	7,6	8,2	10,1	3,0	.	9,9
ott.	-	-	-	-	-	-	10,7	7,6	7,7	11,1	3,7	.	10,6
nov.	-	-	-	-	-	-	10,3	7,5	7,1	10,7	3,8	.	10,1
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	6,5	10,5	4,0	.	9,2
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	6,4	10,1	4,3	.	8,6
feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	6,0	.	.	.	8,5

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 <sup>1)</sup>					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,0	-4,1	-3,9
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,2	9,9	12,7
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	3,3	4,1	2,3
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,3	2,9	-0,4
2° trim.	51,7	54,0	55,0	52,1	44,9	54,2	50,2	52,1	48,8	0,0	-0,1	0,2
3° trim.	50,0	47,2	50,3	50,2	51,8	49,0	49,9	50,1	47,5	0,8	-0,5	2,1
4° trim.	48,4	46,5	48,5	50,1	47,9	48,2	48,7	48,3	47,0	-2,1	-2,5	-1,7
2022 lug.	50,9	47,7	52,1	50,2	54,0	49,9	50,7	51,0	48,6	1,3	0,6	2,1
ago.	49,3	44,6	49,6	49,4	53,0	49,0	49,9	49,1	47,5	0,9	-0,6	2,6
set.	49,9	49,5	49,1	51,0	48,5	48,1	49,1	50,1	46,5	0,8	-0,5	2,1
ott.	49,3	48,3	48,2	51,8	48,3	47,3	49,5	49,2	47,3	0,1	-1,0	1,3
nov.	48,0	46,4	48,2	48,9	47,0	47,8	48,1	47,9	47,0	-0,9	-1,7	0,0
dic.	47,9	45,0	49,0	49,7	48,3	49,3	48,6	47,7	46,7	-2,1	-2,5	-1,7

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2020	11.456,9	11.047,1	5.924,8	2.565,4	2.516,4	1.222,5	683,7	603,5	40,5	409,8	5.187,5	4.777,6
2021	12.318,5	11.840,8	6.283,7	2.718,4	2.710,6	1.376,3	761,5	565,6	128,0	477,7	6.072,6	5.594,9
2022	13.338,5	13.116,4	7.004,9	2.863,5	3.024,9	1.552,1	839,6	625,6	223,0	222,2	7.302,8	7.080,6
2022 1° trim.	3.240,6	3.161,5	1.683,2	701,9	721,3	375,5	199,3	144,6	55,1	79,1	1.713,6	1.634,5
2° trim.	3.306,2	3.239,8	1.732,3	709,7	744,6	387,4	206,3	148,9	53,2	66,4	1.826,0	1.759,6
3° trim.	3.354,4	3.344,9	1.778,6	717,0	783,7	391,4	215,8	174,5	65,7	9,5	1.889,3	1.879,8
4° trim.	3.426,6	3.355,2	1.809,5	735,3	766,1	393,6	215,0	155,6	44,3	71,3	1.886,7	1.815,4
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,3	52,5	21,5	22,7	11,6	6,3	4,7	1,7	1,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 1° trim.	0,6	-0,3	0,1	0,1	-0,7	2,3	1,3	-9,6	-	-	1,4	-0,6
2° trim.	0,9	0,9	1,1	-0,1	0,9	-0,2	1,8	2,6	-	-	1,7	1,9
3° trim.	0,4	1,5	0,9	-0,2	3,9	-0,9	3,0	17,1	-	-	1,7	4,2
4° trim.	0,0	-1,0	-0,9	0,7	-3,6	-0,9	-1,6	-11,5	-	-	0,1	-1,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,1	-5,8	-7,7	1,0	-6,2	-4,0	-11,8	-3,6	-	-	-8,9	-8,5
2021	5,3	4,2	3,7	4,3	3,8	6,4	9,2	-7,4	-	-	10,6	8,4
2022	3,5	3,7	4,3	1,1	3,7	2,1	4,0	7,1	-	-	7,0	7,9
2022 1° trim.	5,5	5,7	8,2	3,0	4,0	5,0	1,7	4,6	-	-	8,6	9,4
2° trim.	4,4	4,6	5,9	0,8	3,0	2,1	2,3	6,0	-	-	7,7	8,4
3° trim.	2,4	3,8	2,3	0,1	7,7	1,6	7,7	23,1	-	-	7,6	11,1
4° trim.	1,8	1,1	1,2	0,5	0,5	0,3	4,5	-3,9	-	-	5,0	3,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 1° trim.	0,6	-0,4	0,1	0,0	-0,2	0,3	0,1	-0,5	-0,3	1,0	-	-
2° trim.	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-	-
3° trim.	0,4	1,5	0,5	0,0	0,9	-0,1	0,2	0,8	0,2	-1,1	-	-
4° trim.	0,0	-1,0	-0,4	0,2	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	0,1	1,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,1	-5,6	-4,1	0,2	-1,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,5	-	-
2021	5,3	4,2	2,0	1,0	0,9	0,7	0,6	-0,4	0,3	1,3	-	-
2022	3,5	3,6	2,2	0,3	0,8	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1	-	-
2022 1° trim.	5,5	5,5	4,1	0,7	0,9	0,6	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
2° trim.	4,4	4,4	3,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,3	0,6	0,0	-	-
3° trim.	2,4	3,7	1,2	0,0	1,7	0,2	0,5	1,0	0,8	-1,2	-	-
4° trim.	1,8	1,0	0,6	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,2	0,2	0,9	-	-

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.

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica (dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2020	10.326,8	175,3	1.994,7	543,8	1.794,0	544,4	483,2	1.207,7	1.200,5	2.060,3	322,9	1.130,1
2021	11.046,1	188,3	2.170,8	593,7	1.994,9	586,6	495,8	1.243,0	1.286,4	2.152,1	334,5	1.272,4
2022	12.004,9	219,0	2.413,4	654,3	2.312,8	620,3	511,7	1.299,6	1.374,9	2.234,4	364,6	1.333,6
2022 1° trim.	2.902,2	50,9	582,8	158,6	547,8	151,1	123,8	316,1	336,3	548,0	86,7	338,4
2° trim.	2.967,4	53,7	600,2	162,1	572,6	154,6	125,5	319,3	341,6	547,6	90,2	338,8
3° trim.	3.022,5	56,4	601,7	164,5	591,2	155,2	127,9	325,3	345,5	561,6	93,1	332,0
4° trim.	3.098,2	57,7	633,0	167,9	599,4	158,1	133,9	333,6	351,4	570,7	92,5	328,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,1	5,5	19,3	5,2	4,3	10,8	11,5	18,6	3,0	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 1° trim.	0,9	-1,0	0,7	2,0	1,0	0,6	-0,2	0,9	1,1	0,8	2,4	-1,9
2° trim.	0,7	-0,7	0,5	-0,7	1,9	2,1	0,3	0,3	0,8	-0,3	4,3	2,0
3° trim.	0,7	0,6	0,9	-1,2	1,2	0,1	-0,2	-0,2	0,3	1,4	2,9	-2,8
4° trim.	-0,3	-0,3	0,0	-0,5	-1,2	1,7	-0,2	0,3	0,1	-0,2	-2,8	2,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,0	0,0	-6,4	-5,7	-14,1	1,9	0,5	-0,9	-5,6	-2,8	-17,6	-6,9
2021	5,2	0,1	7,2	4,9	7,8	7,1	2,7	1,7	6,0	3,5	3,6	6,5
2022	3,6	-1,2	2,0	1,5	8,2	5,9	-0,1	2,0	4,2	1,5	11,7	2,2
2022 1° trim.	5,4	-0,8	2,0	4,6	14,5	6,7	0,1	3,0	6,4	1,9	17,7	6,3
2° trim.	4,5	-1,8	2,2	1,9	11,7	7,0	0,3	2,3	5,0	1,2	16,7	3,2
3° trim.	2,7	-1,0	2,5	0,7	5,0	5,3	-0,3	1,5	3,2	1,2	7,1	0,3
4° trim.	2,1	-1,5	2,2	-0,5	2,9	4,7	-0,3	1,3	2,4	1,8	6,8	-0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 1° trim.	0,9	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2° trim.	0,7	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-
3° trim.	0,7	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,1	-
4° trim.	-0,3	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,0	0,0	-1,3	-0,3	-2,7	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,3	1,4	0,4	0,1	0,2	0,7	0,7	0,1	-
2022	3,6	0,0	0,4	0,1	1,5	0,3	0,0	0,2	0,5	0,3	0,4	-
2022 1° trim.	5,4	0,0	0,4	0,2	2,5	0,4	0,0	0,3	0,7	0,4	0,5	-
2° trim.	4,5	0,0	0,4	0,1	2,1	0,4	0,0	0,3	0,6	0,2	0,5	-
3° trim.	2,7	0,0	0,5	0,0	0,9	0,3	0,0	0,2	0,4	0,2	0,2	-
4° trim.	2,1	0,0	0,4	0,0	0,5	0,3	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

### 2.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		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
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2020	100,0	85,9	14,1	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,0	6,6
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,1	6,3	24,4	3,2	2,3	1,0	14,2	24,8	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-1,5	-1,6	-1,2	-2,4	-2,0	0,5	-3,9	1,8	0,0	-0,2	-2,2	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,1	0,0	-0,4	3,2	0,5	4,7	0,8	0,9	3,0	2,1	0,8
2022	2,2	2,5	0,9	-0,9	1,2	3,0	3,3	5,7	-0,1	3,0	3,0	1,5	1,5
2022 1° trim.	3,1	3,4	1,3	-0,9	1,3	3,4	5,1	6,1	-0,3	2,3	4,4	1,8	2,9
2° trim.	2,7	3,0	0,8	-0,2	1,2	3,4	4,7	6,0	0,2	2,5	3,3	1,6	1,6
3° trim.	1,8	1,9	0,9	-1,1	1,4	3,1	1,9	6,2	-0,4	3,8	2,4	1,4	0,6
4° trim.	1,5	1,6	0,5	-1,2	1,0	2,0	1,7	4,5	0,3	3,3	2,0	1,3	0,9
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2020	100,0	81,9	18,1	4,3	15,0	7,0	24,0	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,8
2021	100,0	81,7	18,3	4,1	14,9	7,2	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,7	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,9	14,5	7,2	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,1	-7,4	-11,1	-3,2	-7,5	-6,5	-14,8	-1,7	-2,4	-6,0	-8,3	-2,2	-12,0
2021	5,5	5,3	6,5	0,3	4,4	8,8	6,8	7,5	2,8	6,5	7,5	3,6	5,5
2022	3,4	3,6	2,8	-1,7	1,1	3,1	7,5	5,5	-0,6	4,9	4,0	0,7	6,1
2022 1° trim.	6,5	6,6	6,5	-2,0	2,0	4,7	16,1	6,3	-0,5	6,2	6,7	1,3	13,6
2° trim.	3,7	3,9	2,7	-1,9	0,4	2,7	9,9	5,1	-1,4	5,2	3,9	-0,1	6,9
3° trim.	2,5	2,8	1,0	-1,2	2,0	3,3	3,1	7,0	-0,3	4,9	3,6	1,2	2,5
4° trim.	2,2	2,2	2,0	-1,2	1,3	2,8	3,0	4,5	0,8	4,3	2,9	1,1	3,1
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-6,6	-5,8	-10,1	-0,8	-5,6	-7,0	-11,3	-3,5	-2,3	-5,9	-6,2	-3,1	-9,2
2021	4,0	3,6	6,4	0,3	4,8	5,5	6,3	2,7	2,0	5,5	4,4	1,5	4,6
2022	1,2	1,1	1,9	-0,9	-0,2	0,1	4,0	-0,2	-0,5	1,9	1,0	-0,8	4,6
2022 1° trim.	3,4	3,1	5,1	-1,1	0,7	1,2	10,4	0,2	-0,2	3,8	2,2	-0,5	10,4
2° trim.	0,9	0,9	1,9	-1,7	-0,8	-0,7	4,9	-0,8	-1,6	2,6	0,6	-1,6	5,2
3° trim.	0,7	0,9	0,1	-0,1	0,6	0,2	1,2	0,7	0,1	1,1	1,2	-0,2	1,9
4° trim.	0,7	0,5	1,5	0,0	0,3	0,7	1,3	0,0	0,5	0,9	0,9	-0,1	2,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sull'occupazione si basano sul SEC 2010.

## 2 Attività economica

### 2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,748	3,5	12,968	8,0	3,0	10,385	7,0	2,582	18,1	6,654	7,7	6,314	8,3	1,8
2021	165,135	3,4	12,768	7,7	3,2	10,287	6,8	2,481	16,9	6,502	7,4	6,266	8,1	2,4
2022	.	.	.	6,7	.	.	5,9	.	14,6	.	6,3	.	7,2	3,1
2022 1° trim.	167,131	3,2	11,363	6,8	2,9	9,227	6,1	2,136	14,1	5,671	6,4	5,692	7,3	3,1
2° trim.	167,882	3,1	11,216	6,7	2,7	8,943	5,9	2,273	14,6	5,630	6,3	5,586	7,1	3,2
3° trim.	167,979	3,0	11,301	6,7	2,5	8,901	5,8	2,400	15,4	5,671	6,3	5,630	7,2	3,1
4° trim.	.	.	.	6,7	.	.	5,9	.	14,4	.	6,3	.	7,1	3,1
2022 ago.	-	-	11,230	6,7	-	8,904	5,8	2,326	14,9	5,612	6,3	5,618	7,1	-
set.	-	-	11,219	6,7	-	8,874	5,8	2,345	15,1	5,612	6,3	5,607	7,1	-
ott.	-	-	11,173	6,6	-	8,912	5,8	2,262	14,5	5,582	6,2	5,591	7,1	-
nov.	-	-	11,240	6,7	-	8,960	5,9	2,280	14,5	5,629	6,3	5,611	7,1	-
dic.	-	-	11,292	6,7	-	9,033	5,9	2,259	14,3	5,625	6,3	5,666	7,2	-
2023 gen.	-	-	11,244	6,6	-	8,956	5,8	2,289	14,4	5,609	6,2	5,636	7,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

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

Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2020	-7,6	-8,2	-7,2	-11,2	-4,2	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,1	-25,1
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	5,4	5,1	0,9	7,8	9,6	13,4	-3,1
2022	2,2	3,0	-1,3	5,5	5,3	-3,5	2,3	0,7	-2,8	2,4	6,4	.	-4,1
2022 1° trim.	1,6	2,1	1,0	0,3	6,5	-1,4	5,7	5,7	-1,7	11,1	12,5	19,9	-13,0
2° trim.	2,0	2,6	-0,2	4,6	3,2	-1,4	2,3	1,0	-2,8	2,9	7,7	18,9	-16,3
3° trim.	3,3	3,9	-1,8	9,8	2,9	-1,4	0,7	-0,7	-1,6	-0,8	3,4	15,7	2,2
4° trim.	2,1	3,5	-4,3	7,2	8,7	-9,1	0,7	-2,6	-5,0	-1,7	3,2	.	16,3
2022 ago.	4,8	5,6	-0,8	14,1	3,4	-0,8	1,0	-1,3	-1,3	-2,2	4,7	-	4,4
set.	6,1	7,2	-2,2	16,4	5,6	-3,4	0,3	0,1	-2,0	0,8	3,6	-	10,3
ott.	4,2	5,5	-3,1	11,5	9,2	-8,4	1,5	-2,5	-3,9	-2,3	2,1	-	14,9
nov.	3,6	5,4	-3,4	10,8	9,7	-11,4	1,6	-2,5	-4,5	-2,0	3,7	-	17,9
dic.	-2,0	-1,1	-7,0	-1,4	7,1	-7,5	-1,3	-2,8	-6,4	-0,9	3,9	-	16,1
2023 gen.	0,9	2,1	-5,3	8,2	2,9	-7,6	.	-2,3	-5,0	-1,0	5,4	-	.

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2022 ago.	2,4	2,5	-0,6	4,7	2,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,7	0,3	1,9	-	13,1
set.	0,4	0,9	-0,8	0,4	2,2	-1,9	0,1	0,9	0,5	1,4	-0,6	-	4,0
ott.	-1,8	-1,6	-1,4	0,1	-0,2	-4,4	0,9	-1,4	-1,3	-2,0	-0,1	-	-2,4
nov.	1,4	1,3	0,5	0,5	1,6	-1,3	0,0	0,7	-0,5	1,7	0,8	-	3,5
dic.	-1,3	-1,1	-2,7	-0,2	-0,9	3,4	-2,5	-1,7	-2,1	-2,5	0,5	-	3,9
2023 gen.	0,7	0,8	1,5	-0,2	-2,4	-0,8	.	0,3	1,8	0,8	-1,5	-	-7,1

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

1) Compreso il commercio all'ingrosso.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2020	88,0	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,5	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,8	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 1° trim.	111,2	11,9	82,5	-13,7	9,4	1,6	12,6	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2° trim.	103,8	6,5	82,4	-22,7	5,4	-5,1	12,5	90,3	54,1	50,4	55,6	54,2
3° trim.	96,9	1,5	81,9	-26,9	2,8	-6,9	7,2	90,8	49,3	46,3	49,9	49,0
4° trim.	95,3	-0,8	81,1	-24,4	3,1	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2022 set.	94,4	0,1	-	-28,7	1,3	-7,7	5,0	-	48,4	46,3	48,8	48,1
ott.	93,8	-0,6	81,4	-27,4	3,0	-5,9	3,3	90,7	46,4	43,8	48,6	47,3
nov.	95,1	-1,3	-	-23,7	2,7	-5,7	4,0	-	47,1	46,0	48,5	47,8
dic.	97,1	-0,6	-	-22,0	3,6	-2,6	7,5	-	47,8	47,8	49,8	49,3
2023 gen.	99,8	1,2	80,9	-20,7	1,4	-0,7	10,4	90,2	48,8	48,9	50,8	50,3
feb.	99,7	0,5	-	-19,0	1,8	-0,1	9,5	-	48,5	50,1	52,7	52,0

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

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2019	13,2	93,1	2,0	2,5	3,9	7,0	5,2	47,7	24,2	75,2	2,1	7,7	1,9
2020	19,7	95,6	-0,1	4,1	-2,6	5,0	4,2	46,1	24,6	81,7	3,4	-12,2	2,3
2021	17,7	95,8	1,5	3,5	16,9	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	7,9	3,0
2021 4° trim.	17,7	95,8	0,8	3,5	15,8	8,0	8,7	48,9	26,3	79,6	4,9	14,2	3,0
2022 1° trim.	16,0	95,6	0,0	3,0	16,7	6,3	9,1	48,7	25,8	78,8	4,7	15,0	3,0
2° trim.	14,7	95,4	-0,4	2,7	16,2	3,5	8,7	48,6	24,4	77,5	4,7	-4,2	3,2
3° trim.	14,1	94,7	-0,4	2,6	10,6	2,1	7,6	48,6	23,7	77,6	4,7	30,8	3,5

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 1° trim.	1.224,1	1.212,8	11,2	684,3	676,6	294,4	256,0	209,2	208,6	36,1	71,7	28,0	20,2
2° trim.	1.274,1	1.313,3	-39,2	719,1	745,3	304,7	267,9	210,3	215,4	39,9	84,7	115,8	11,8
3° trim.	1.330,3	1.436,2	-105,9	753,3	808,8	312,1	318,3	224,5	223,4	40,4	85,8	19,9	16,7
4° trim.	1.337,2	1.309,2	28,0	761,0	747,6	306,3	261,6	232,7	222,4	37,2	77,6	43,3	30,4
2022 lug.	433,8	466,0	-32,2	243,4	263,6	103,3	100,0	73,9	73,5	13,3	29,0	7,2	5,4
ago.	445,6	484,2	-38,6	253,3	277,1	103,9	104,1	74,7	73,4	13,7	29,5	5,2	5,2
set.	450,9	486,0	-35,1	256,6	268,1	105,0	114,2	75,9	76,5	13,5	27,3	7,4	6,1
ott.	445,9	446,6	-0,7	256,0	258,7	103,2	90,2	74,7	73,1	12,0	24,7	5,0	3,3
nov.	449,3	436,5	12,8	258,8	251,0	103,1	85,6	75,2	73,1	12,2	26,9	7,0	3,6
dic.	442,0	426,1	15,9	246,2	238,0	99,9	85,9	82,8	76,2	13,1	26,0	31,3	23,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2022 dic.	5.165,7	5.271,6	-105,9	2.917,7	2.978,2	1.217,5	1.103,8	876,8	869,7	153,7	319,8	207,0	79,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2022 dic.	38,8	39,6	-0,8	21,9	22,3	9,1	8,3	6,6	6,5	1,2	2,4	1,6	0,6

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 1° trim.	17,2	40,8	677,2	343,9	124,5	196,8	555,4	720,9	455,6	104,9	151,8	482,5	85,7
2° trim.	20,3	45,6	715,5	361,6	126,6	216,6	575,6	810,3	526,1	111,6	163,6	517,0	107,9
3° trim.	20,1	47,2	733,1	369,0	133,6	218,6	591,0	855,5	559,7	116,7	168,8	531,7	102,4
4° trim.	14,8	19,8	739,5	.	.	.	602,9	800,1	.	.	.	516,4	.
2022 lug.	13,0	43,5	237,1	119,6	43,0	70,8	189,4	276,8	182,7	36,8	54,2	172,0	37,0
ago.	24,0	53,5	246,0	124,0	44,9	73,1	198,4	292,0	190,7	40,0	57,3	181,7	33,6
set.	23,6	45,0	250,0	125,5	45,8	74,6	203,2	286,7	186,3	39,9	57,3	178,0	31,9
ott.	18,1	31,1	248,6	124,7	45,9	74,0	202,1	276,6	175,0	39,2	58,3	178,0	33,7
nov.	17,2	20,4	251,2	124,2	47,7	74,5	204,9	265,6	168,8	38,3	56,4	173,9	32,4
dic.	9,1	8,7	239,7	.	.	.	195,9	257,9	.	.	.	164,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 1° trim.	2,5	10,1	107,0	108,0	104,5	111,0	107,1	116,9	117,7	119,8	115,7	119,6	130,6
2° trim.	2,8	10,9	107,8	107,2	102,5	117,9	106,9	121,3	123,3	125,0	119,7	123,1	143,9
3° trim.	2,8	13,9	106,2	105,2	105,9	113,1	105,6	122,6	125,0	124,5	119,5	122,4	138,6
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 giu.	1,3	9,2	106,0	105,5	102,9	115,2	105,1	120,2	122,2	124,2	117,1	121,9	150,3
lug.	-3,7	8,5	103,4	103,4	103,1	109,8	101,6	119,8	121,9	118,6	116,7	120,5	141,3
ago.	6,1	18,9	106,7	105,1	106,3	113,7	106,3	124,9	127,9	129,4	121,1	124,1	137,0
set.	6,3	14,4	108,6	107,2	108,2	115,6	108,8	123,2	125,3	125,4	120,7	122,6	137,5
ott.	2,7	7,8	107,0	106,5	106,8	112,4	106,1	120,0	119,1	123,9	122,1	122,4	145,0
nov.	2,5	2,2	108,0	105,5	112,4	112,8	108,0	117,3	116,3	120,4	121,0	120,4	136,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,7	3,3	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9	
2° trim.	116,1	8,0	3,7	11,4	3,4	2,4	3,4	3,6	1,3	7,1	1,1	8,2	7,1	
3° trim.	118,1	9,3	4,4	13,2	3,9	2,3	4,0	3,2	1,9	4,4	1,1	9,5	7,8	
4° trim.	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	3,1	1,4	4,6	1,4	10,0	9,5	
2022 set.	119,3	9,9	4,8	14,0	4,3	1,0	1,2	1,4	0,3	2,9	0,8	9,9	10,4	
ott.	121,0	10,6	5,0	15,1	4,3	1,4	1,2	1,9	0,5	6,2	0,4	10,6	11,1	
nov.	121,0	10,1	5,0	14,2	4,2	0,2	1,3	0,0	0,4	-1,9	0,4	10,2	9,1	
dic.	120,5	9,2	5,2	12,6	4,4	-0,4	1,2	-0,4	0,6	-6,6	0,3	9,3	8,4	
2023 gen.	120,3	8,6	5,3	11,7	4,4	0,6	1,1	0,4	0,8	0,6	0,3	8,7	8,2	
feb. <sup>3)</sup>	121,2	8,5	5,6	.	4,8	0,7	1,1	3,1	0,8	-1,1	0,6	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 1° trim.	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
2° trim.	7,6	6,9	9,8	13,7	4,1	39,6	2,2	1,4	4,5	0,1	5,9	1,7
3° trim.	10,7	10,5	11,6	14,7	5,0	39,7	2,6	1,9	4,3	-0,2	7,2	2,1
4° trim.	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
2022 set.	11,8	11,5	12,7	15,3	5,5	40,7	2,7	1,9	5,7	-0,3	7,3	2,5
ott.	13,1	12,4	15,5	16,3	6,1	41,5	2,9	2,0	5,9	-0,7	7,3	2,7
nov.	13,6	13,6	13,8	14,5	6,1	34,9	3,0	2,2	5,6	-0,7	6,9	2,8
dic.	13,8	14,3	12,0	12,0	6,4	25,5	3,1	2,3	5,4	-0,6	7,2	3,0
2023 gen.	14,1	15,0	11,3	10,4	6,7	18,9	3,4	2,3	5,4	0,2	6,5	3,7
feb. <sup>3)</sup>	15,0	15,5	13,6	.	6,8	13,7	.	.	.	.	.	.

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#page=18>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima preliminare.

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,6	8,1	0,8
2022	153,9	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	.	7,7	85,2	11,5	.	.
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	10,1	9,8	3,3
2° trim.	149,3	36,5	20,0	15,8	24,8	7,4	11,6	.	7,5	95,4	12,4	9,2	-0,1
3° trim.	163,2	41,2	17,7	14,7	20,2	7,8	14,0	.	8,6	107,9	11,9	6,8	.
4° trim.	162,0	27,3	14,6	13,1	15,5	7,6	15,3	.	9,3	56,0	11,8	.	.
2022 ago.	165,0	43,5	17,5	14,6	20,0	7,8	14,1	.	8,6	117,3	-	-	-
set.	167,6	41,9	16,9	14,5	19,0	7,6	14,6	.	8,9	108,0	-	-	-
ott.	162,5	30,5	16,2	14,0	17,5	7,6	15,4	.	9,3	64,8	-	-	-
nov.	160,9	27,0	14,4	13,2	15,3	7,6	15,4	.	9,3	55,5	-	-	-
dic.	162,7	24,6	13,1	12,3	13,7	7,5	15,1	.	9,4	48,6	-	-	-
2023 gen.	158,1	15,0	11,6	11,1	11,3	7,3	14,8	.	8,8	20,3	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,4	-2,8	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,5	2,0	2,8	2,2	1,5	3,7	5,8	7,9	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2022	114,6	4,7	6,8	6,9	4,2	7,6	12,5	17,5	95,0	18,3	29,5	9,0	19,6	29,1	9,9
2022 1° trim.	112,4	3,7	5,8	4,9	2,8	7,3	11,8	17,1	88,7	32,2	35,0	29,7	35,5	38,5	32,5
2° trim.	113,7	4,5	6,9	6,4	3,7	8,4	14,7	20,6	106,1	22,5	39,7	9,2	24,2	38,2	10,8
3° trim.	114,9	4,6	7,4	7,5	4,6	7,4	13,5	19,6	98,3	14,8	30,8	1,5	15,5	28,6	2,3
4° trim.	117,4	5,8	7,1	8,8	5,7	7,4	9,7	12,6	86,6	5,6	14,6	-2,3	5,6	13,7	-3,1
2022 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	91,0	16,5	31,4	3,7	15,9	28,1	3,2
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	94,5	10,8	25,6	-1,7	12,8	27,4	-1,9
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	89,3	6,3	12,5	0,5	5,9	11,1	0,0
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,4	0,0	6,4	-5,6	-1,3	4,0	-7,0
2023 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,1	-4,3	1,0	-8,9	-5,3	-0,3	-10,4
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,3	-7,6	-0,9	-13,4	-7,9	-1,6	-14,7

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,4	1,9	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 1° trim.	51,5	49,6	23,8	39,0	60,0	84,2	74,2	72,9	59,8
2° trim.	55,9	56,3	28,4	48,7	71,7	84,0	78,0	74,8	64,4
3° trim.	45,8	53,8	27,3	40,7	76,5	74,3	74,9	67,1	61,8
4° trim.	40,5	52,0	29,3	41,8	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2022 set.	48,4	54,0	28,3	42,1	76,4	76,5	77,4	67,4	63,2
ott.	44,3	55,7	29,9	44,8	77,3	72,0	76,9	66,1	62,7
nov.	39,7	51,0	29,7	43,1	78,4	64,5	74,3	63,6	62,3
dic.	37,3	49,2	28,4	37,5	78,6	61,0	71,8	61,2	61,0
2023 gen.	31,3	46,9	29,5	34,4	78,0	56,3	70,1	61,6	62,0
feb.	23,8	45,0	27,2	26,2	78,6	50,9	71,0	58,4	61,8

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	110,7	3,4	4,0	1,4	2,8	4,6	1,8
2021	112,1	1,2	1,3	0,9	1,2	1,4	1,5
2022	.	.	.	.	.	.	2,8
2022 1° trim.	108,5	3,7	2,7	7,3	4,3	2,6	2,9
2° trim.	119,2	3,8	3,2	6,0	3,9	3,5	2,5
3° trim.	112,4	2,8	2,1	5,3	2,5	3,6	2,9
4° trim.	.	.	.	.	.	.	2,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html)).

## 3 Prezzi e costi

### 3.6 Costo del lavoro per unità di prodotto, retribuzione per input di lavoro e produttività del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2020	110,3	4,6	-1,1	2,7	5,7	7,4	0,3	-0,2	1,4	4,0	6,2	16,0
2021	110,3	0,0	3,1	-3,1	2,8	-1,5	2,0	1,2	4,2	1,2	0,5	0,6
2022	113,9	3,3	4,2	2,8	5,2	1,5	3,0	4,0	5,3	4,3	3,7	-3,5
2022 1° trim.	112,5	2,0	3,3	3,7	3,1	-1,1	2,3	3,5	4,6	2,6	2,5	-5,5
2° trim.	112,7	2,9	5,5	3,2	5,0	1,1	1,8	4,6	4,9	4,1	3,2	-6,9
3° trim.	114,1	3,2	3,4	1,5	5,5	1,5	4,1	3,9	7,1	4,2	3,9	-1,0
4° trim.	116,4	4,7	4,6	2,3	7,0	4,4	3,8	3,9	4,8	6,1	5,3	-1,1
<b>Redditi per occupato</b>												
2020	107,2	-0,3	1,4	-2,0	-0,9	-3,9	0,4	0,3	0,6	0,3	2,3	-1,5
2021	111,4	3,9	3,2	4,3	4,5	5,8	4,4	3,1	5,0	4,1	1,9	3,4
2022	116,4	4,5	3,8	3,6	3,8	6,3	3,2	4,0	4,3	5,4	3,7	6,2
2022 1° trim.	114,5	4,4	3,4	4,4	4,3	7,7	2,9	3,9	5,3	4,6	2,7	8,1
2° trim.	115,3	4,6	3,8	4,2	3,5	7,8	2,6	4,7	4,7	5,7	2,8	6,9
3° trim.	116,8	3,9	3,5	2,6	3,1	4,6	3,2	4,0	4,6	5,0	3,6	5,4
4° trim.	118,8	5,1	4,4	3,5	4,4	5,6	4,0	3,3	2,8	6,4	5,8	4,6
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2020	97,2	-4,6	2,5	-4,5	-6,2	-10,6	0,1	0,5	-0,8	-3,5	-3,7	-15,0
2021	100,9	3,9	0,1	7,6	1,7	7,3	2,4	1,9	0,8	2,9	1,4	2,8
2022	102,1	1,2	-0,4	0,8	-1,4	4,7	0,1	0,0	-1,0	1,1	0,0	10,1
2022 1° trim.	101,8	2,4	0,1	0,7	1,1	8,9	0,6	0,4	0,7	1,9	0,2	14,3
2° trim.	102,3	1,6	-1,5	1,0	-1,4	6,7	0,9	0,1	-0,2	1,6	-0,4	14,8
3° trim.	102,4	0,7	0,1	1,1	-2,3	3,0	-0,9	0,1	-2,3	0,8	-0,2	6,5
4° trim.	102,1	0,3	-0,3	1,2	-2,4	1,2	0,1	-0,6	-1,9	0,3	0,5	5,8
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2020	114,1	5,9	3,7	3,4	5,4	7,2	3,2	2,1	5,5	6,3	5,2	6,4
2021	114,4	0,3	1,2	-0,2	-0,3	0,1	1,8	1,4	0,7	0,3	0,7	-0,4
2022	118,2	3,4	4,5	3,8	4,0	1,9	3,6	4,5	3,3	4,2	4,6	2,6
2022 1° trim.	116,5	1,3	3,7	3,9	3,3	-2,4	2,8	4,2	2,8	2,1	3,3	-0,4
2° trim.	116,9	3,7	5,5	4,9	5,4	2,1	3,8	6,2	3,6	5,0	4,6	2,8
3° trim.	118,8	3,0	3,5	2,0	2,9	2,6	2,7	3,6	4,0	3,3	3,9	4,1
4° trim.	121,0	4,5	5,1	3,1	3,3	4,3	4,3	3,1	2,1	5,7	6,1	3,1
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2020	104,8	2,1	3,3	1,2	0,8	0,9	3,7	2,9	5,4	2,9	-0,6	-6,4
2021	104,6	-0,1	-0,2	2,6	-3,6	1,0	-0,3	-0,1	-4,5	-1,4	-0,1	-1,7
2022	104,6	0,0	0,5	1,0	-1,5	0,7	0,3	0,5	-2,8	0,2	0,8	5,3
2022 1° trim.	104,3	-1,0	1,2	0,0	-0,1	-1,4	0,3	0,6	-3,1	-0,3	0,6	3,6
2° trim.	104,6	0,7	0,2	1,8	-0,8	1,7	1,8	1,8	-2,7	1,1	1,2	9,1
3° trim.	105,1	0,0	0,2	0,4	-2,5	1,8	-1,6	0,0	-3,3	-0,4	0,0	4,5
4° trim.	104,6	-0,3	-0,3	0,9	-3,2	-0,1	0,2	-1,1	-2,8	-0,6	0,6	3,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR) <sup>2)</sup>	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2022	-0,01	0,10	0,36	0,69	1,11	2,40	-0,02
2022 ago.	-0,08	0,02	0,39	0,84	1,25	2,95	-0,01
set.	0,36	0,57	1,01	1,60	2,23	3,45	-0,02
ott.	0,66	0,92	1,43	2,00	2,63	4,14	-0,03
nov.	1,37	1,42	1,83	2,32	2,83	4,65	-0,04
dic.	1,57	1,73	2,07	2,57	3,03	4,74	-0,04
2023 gen.	1,90	1,98	2,34	2,86	3,34	4,81	-
feb.	2,27	2,37	2,64	3,14	3,53	4,89	-

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.

### 4.2 Curve dei rendimenti

(fine periodo; tassi in valori percentuali in ragione d'anno; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2022 ago.	-0,19	0,66	1,08	1,36	1,57	0,91	-0,33	0,00	1,36	1,53	1,65	1,84
set.	0,67	1,54	1,67	1,95	2,13	0,59	-0,20	0,53	1,84	1,84	2,30	2,32
ott.	1,08	1,93	1,92	1,98	2,24	0,31	-0,63	0,51	2,16	1,77	2,32	2,54
nov.	1,46	2,02	2,04	1,96	1,99	-0,03	-1,13	-0,04	2,23	1,91	1,99	2,01
dic.	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 gen.	2,22	2,67	2,51	2,29	2,32	-0,35	-1,18	-0,12	2,65	2,15	2,24	2,41
feb.	2,66	3,16	3,08	2,80	2,76	-0,40	-1,10	-0,26	3,28	2,77	2,63	2,77

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

2) Elaborazioni della BCE basate su dati forniti da Euro MTS Ltd e rating forniti da Fitch Ratings.

### 4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2021	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2022	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022 ago.	408,5	3.701,1	913,9	256,5	172,9	110,0	149,0	721,6	750,2	353,8	291,5	806,7	4.158,6	28.351,7
set.	382,4	3.466,2	857,4	237,7	163,2	104,7	149,3	660,3	670,9	335,8	274,9	746,8	3.850,5	27.419,0
ott.	378,5	3.464,6	875,2	233,5	158,0	108,5	149,5	666,2	656,6	315,8	258,3	738,9	3.726,1	26.983,2
nov.	414,2	3.840,0	958,6	253,4	165,1	119,8	165,4	733,5	745,1	346,5	274,1	781,3	3.917,5	27.903,3
dic.	418,3	3.884,7	944,2	257,4	166,8	121,0	168,9	738,0	757,3	355,1	268,3	786,9	3.912,4	27.214,7
2023 gen.	439,8	4.092,7	963,0	276,9	167,7	123,3	182,3	780,4	807,6	358,7	277,9	808,6	3.960,7	26.606,3
feb.	455,8	4.238,1	983,5	291,6	170,5	122,4	192,5	814,0	849,1	357,3	288,7	817,0	4.079,7	27.509,1

Fonte: Refinitiv.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni		oltre 5 e 10 anni
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 feb.	0,01	0,45	0,18	0,56	4,81	15,78	5,29	5,27	5,87	2,09	1,36	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
mar.	0,01	0,46	0,19	0,52	4,81	15,76	5,45	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
apr.	0,01	0,46	0,20	0,56	4,75	15,78	5,82	5,39	5,97	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61
mag.	0,00	0,45	0,20	0,64	4,80	15,85	5,87	5,58	6,20	2,48	1,52	1,87	2,02	1,74	2,06	1,78
giu.	0,00	0,45	0,22	0,71	4,80	15,87	5,70	5,56	6,15	2,51	1,69	2,06	2,28	1,87	2,21	1,97
lug.	0,01	0,46	0,30	0,88	4,84	15,86	6,18	5,74	6,36	2,81	1,84	2,27	2,54	1,99	2,36	2,15
ago.	0,01	0,70	0,40	1,02	4,97	15,89	6,67	5,91	6,51	2,96	2,07	2,44	2,63	2,08	2,49	2,26
set.	0,02	0,71	0,60	1,27	5,27	15,83	6,57	5,96	6,58	3,09	2,27	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
ott.	0,03	0,73	0,90	1,60	5,58	15,97	6,83	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,89	2,67
nov.	0,05	0,75	1,19	1,81	5,81	15,98	6,42	6,55	7,12	3,96	2,93	3,05	3,30	2,55	3,10	2,89
dic.	0,07	0,80	1,41	1,91	5,95	15,90	6,65	6,42	7,00	3,99	3,07	3,17	3,29	2,61	3,18	2,94
2023 gen. <sup>(p)</sup>	0,10	0,86	1,58	2,08	7,02	15,98	7,42	6,97	7,60	4,28	3,45	3,34	3,39	2,77	3,39	3,10

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 feb.	-0,05	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,07	1,46	1,42
mar.	-0,06	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
apr.	-0,05	-0,30	0,44	1,67	1,88	1,98	2,24	1,52	1,45	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51
mag.	-0,06	-0,27	0,52	1,67	1,81	2,02	2,40	1,52	1,49	1,79	1,15	1,22	1,95	1,55
giu.	-0,05	-0,14	1,05	1,72	1,83	2,18	2,56	1,60	1,56	1,94	1,81	1,55	2,14	1,83
lug.	0,00	0,04	1,20	1,78	1,90	2,44	2,78	1,69	1,86	2,14	1,40	1,77	2,11	1,79
ago.	0,01	0,15	1,61	1,86	2,08	2,49	2,94	1,86	2,13	2,31	1,55	1,88	2,22	1,87
set.	0,05	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
ott.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,76	2,45	2,76	2,82	2,72
nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,33	3,75	4,01	3,12	3,38	3,07	2,88	3,31	3,30	3,11
dic.	0,19	1,80	2,61	3,21	3,73	3,99	4,19	3,46	3,55	3,27	3,29	3,58	3,29	3,41
2023 gen. <sup>(p)</sup>	0,23	1,99	2,71	3,58	4,13	4,20	4,39	3,77	3,91	3,45	3,41	3,74	3,39	3,63

Fonte: BCE.

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

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1
<b>A breve termine</b>														
2020	1.493,2	429,8	129,1	54,4	96,4	838,0	724,3	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.417,5	427,9	135,3	51,9	87,7	766,5	676,7	387,4	138,4	79,5	26,4	31,8	137,7	105,0
2022	1.357,9	463,4	137,9	50,0	88,3	668,2	623,3	481,4	182,2	117,3	48,0	47,8	134,0	97,3
2022 set.	1.371,9	447,8	148,2	52,9	102,3	673,5	607,0	558,4	218,7	134,0	56,8	65,5	140,2	104,3
ott.	1.364,3	459,8	149,3	55,8	100,6	654,6	594,5	558,6	248,0	134,9	58,5	57,8	117,9	91,3
nov.	1.403,2	482,8	144,2	52,5	96,5	679,6	630,4	610,7	266,3	142,8	63,3	49,0	152,6	132,1
dic.	1.357,9	463,4	137,9	50,0	88,3	668,2	623,3	427,0	162,8	136,5	63,2	43,7	84,0	71,3
2023 gen.	1.371,4	513,3	131,6	47,9	85,7	640,7	594,0	513,7	223,4	107,8	39,5	50,6	131,9	112,2
feb.	1.342,5	521,2	130,7	43,5	80,3	610,3	568,3	476,7	219,8	94,2	30,0	42,1	120,4	95,6
<b>A lungo termine</b>														
2020	19.430,2	4.076,4	3.225,0	1.270,8	1.547,2	10.581,5	9.794,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	20.092,2	4.184,0	3.541,9	1.363,0	1.597,0	10.769,3	9.948,2	318,7	66,5	84,3	34,0	24,1	143,8	130,3
2022	18.124,3	3.971,6	3.498,5	1.359,7	1.384,4	9.269,8	8.557,8	302,9	78,6	77,1	29,0	16,4	130,7	121,3
2022 set.	18.204,1	4.005,4	3.446,8	1.342,8	1.368,4	9.383,4	8.652,7	325,5	94,7	74,6	27,6	19,4	136,8	126,7
ott.	18.308,6	4.034,0	3.470,0	1.337,3	1.368,2	9.436,5	8.710,4	335,4	79,0	72,4	24,0	12,6	171,5	163,4
nov.	18.679,4	4.089,9	3.535,5	1.355,4	1.413,1	9.640,8	8.902,7	336,0	78,8	100,4	39,8	23,4	133,4	119,8
dic.	18.124,3	3.971,6	3.498,5	1.359,7	1.384,4	9.269,8	8.557,8	202,8	48,6	83,4	41,3	11,2	59,6	57,3
2023 gen.	18.502,2	4.086,9	3.538,5	1.347,7	1.416,1	9.460,8	8.735,2	381,8	153,5	54,1	10,1	26,5	147,7	131,9
feb.	18.412,0	4.079,4	3.545,9	1.346,5	1.403,4	9.383,4	8.659,9	366,3	98,5	71,3	33,9	17,7	178,8	161,7

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
							1				
<b>Consistenze</b>											
2020	20.923,4	4.506,2	3.354,1	1.325,2	1.643,6	11.419,5	10.518,8	8.528,0	478,2	1.304,2	6.744,6
2021	21.509,7	4.611,8	3.677,3	1.414,9	1.684,7	11.535,8	10.624,9	10.415,0	615,5	1.552,6	8.245,9
2022	19.482,1	4.435,0	3.636,3	1.409,7	1.472,8	9.938,0	9.181,1	8.776,7	540,6	1.353,0	6.882,6
2022 set.	19.576,0	4.453,3	3.595,0	1.395,7	1.470,7	10.056,9	9.259,6	7.972,4	466,7	1.207,9	6.297,1
ott.	19.672,9	4.493,8	3.619,3	1.393,1	1.468,7	10.091,1	9.304,9	8.528,7	512,9	1.267,2	6.747,9
nov.	20.082,5	4.572,8	3.679,8	1.407,9	1.509,6	10.320,4	9.533,0	9.112,2	546,1	1.375,9	7.189,6
dic.	19.482,1	4.435,0	3.636,3	1.409,7	1.472,8	9.938,0	9.181,1	8.776,7	540,6	1.353,0	6.882,6
2023 gen.	19.873,7	4.600,2	3.670,1	1.395,6	1.501,8	10.101,5	9.329,2	9.498,2	608,8	1.460,5	7.428,4
feb.	19.754,5	4.600,6	3.676,6	1.389,9	1.483,6	9.993,6	9.228,1	9.659,5	640,1	1.484,5	7.534,3
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>											
2022 lug.	3,8	3,2	8,5	6,9	2,8	2,7	3,2	0,9	-0,4	3,2	0,6
ago.	3,9	3,3	8,6	5,8	3,2	2,7	3,1	0,8	-0,7	2,7	0,5
set.	3,6	3,9	7,2	3,2	2,4	2,4	2,8	0,4	-0,9	2,4	0,1
ott.	3,6	4,7	5,1	0,8	1,5	2,9	3,3	0,4	-1,1	2,4	0,2
nov.	4,1	5,5	6,5	1,8	0,5	3,2	3,8	0,2	-1,3	1,8	0,0
dic.	3,9	4,9	5,8	0,3	1,0	3,2	3,8	0,2	-1,6	1,4	0,2
2023 gen.	4,2	7,3	5,0	-0,1	0,8	3,1	3,7	0,2	-2,0	1,0	0,2
feb.	4,3	7,8	4,8	0,4	0,8	3,2	3,8	0,3	-2,2	1,2	0,3

Fonte: BCE.

1) Per i dettagli circa il calcolo dei tassi di crescita, cfr. le Note tecniche.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(medie nel periodo; indice: 1° trim. 1999=100)

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2020	99,7	93,6	93,4	89,4	75,9	87,8	119,5	93,9
2021	99,6	93,5	93,3	88,7	71,3	86,2	120,9	94,3
2022	95,5	90,7	93,1	.	.	.	116,8	90,8
2022 1° trim.	96,5	91,4	92,6	84,7	69,2	82,8	118,8	92,5
2° trim.	95,6	90,3	93,1	83,2	67,1	81,3	116,5	90,2
3° trim.	94,0	89,2	92,2	81,8	64,8	80,0	114,5	88,9
4° trim.	95,9	91,7	94,6	.	.	.	117,3	91,6
2022 set.	94,2	89,8	92,8	-	-	-	114,6	89,3
ott.	94,8	91,1	93,8	-	-	-	115,5	90,6
nov.	96,0	91,9	94,7	-	-	-	117,2	91,7
dic.	97,0	92,3	95,2	-	-	-	119,2	92,6
2023 gen.	97,3	92,5	94,5	-	-	-	119,9	93,0
feb.	97,3	92,5	94,1	-	-	-	120,1	93,0
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 feb.	0,0	0,0	-0,5	-	-	-	0,1	0,0
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 feb.	0,4	1,0	1,6	-	-	-	0,8	0,4

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 1° trim.	7,121	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2° trim.	7,043	24,644	7,440	385,826	138,212	4,648	0,848	4,9449	10,479	1,027	1,065
3° trim.	6,898	24,579	7,439	403,430	139,164	4,744	0,856	4,9138	10,619	0,973	1,007
4° trim.	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
2022 set.	6,951	24,576	7,437	404,186	141,568	4,741	0,875	4,9097	10,784	0,964	0,990
ott.	7,069	24,528	7,439	418,308	144,725	4,804	0,871	4,9259	10,950	0,979	0,983
nov.	7,317	24,369	7,439	406,683	145,124	4,696	0,869	4,9142	10,880	0,984	1,020
dic.	7,386	24,269	7,438	407,681	142,822	4,683	0,870	4,9224	10,986	0,986	1,059
2023 gen.	7,317	23,958	7,438	396,032	140,544	4,697	0,882	4,9242	11,205	0,996	1,077
feb.	7,324	23,712	7,445	384,914	142,377	4,742	0,886	4,9087	11,172	0,990	1,072
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2023 feb.	0,1	-1,0	0,1	-2,8	1,3	0,9	0,4	-0,3	-0,3	-0,6	-0,5
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2023 feb.	1,8	-3,0	0,1	7,8	9,0	4,2	5,7	-0,8	6,1	-5,3	-5,5

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2021 4° trim.	32.244,0	32.189,2	54,7	11.944,4	9.753,9	12.864,4	14.684,3	-98,5	6.476,6	7.751,0	1.057,0	15.909,5
2022 1° trim.	32.253,5	32.035,3	218,1	12.017,8	9.926,0	12.337,4	14.002,7	-57,3	6.852,8	8.106,7	1.102,8	16.357,4
2° trim.	32.032,2	31.599,1	433,1	12.383,0	10.169,1	11.511,6	13.107,0	-19,6	7.035,1	8.323,0	1.122,1	16.454,9
3° trim.	32.162,4	31.683,1	479,4	12.698,9	10.477,4	11.188,0	12.790,6	-8,0	7.147,8	8.415,1	1.135,8	16.582,8
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2022 3° trim.	245,6	242,0	3,7	97,0	80,0	85,4	97,7	-0,1	54,6	64,3	8,7	126,6
<i>Transazioni</i>												
2022 1° trim.	371,0	377,5	-6,5	56,6	42,4	-18,0	30,4	-1,6	334,8	304,8	-0,9	-
2° trim.	-32,5	-57,2	24,7	64,4	-47,9	-127,4	-86,2	28,9	-0,7	76,8	2,3	-
3° trim.	2,6	52,8	-50,2	68,7	86,7	-184,4	-6,0	44,1	66,8	-27,9	7,4	-
4° trim.	-409,1	-463,0	53,9	-221,8	-254,8	85,9	59,9	-2,0	-280,1	-268,0	8,9	-
2022 lug.	87,8	80,0	7,8	22,3	35,2	-33,9	-70,4	11,6	86,1	115,2	1,6	-
ago.	125,2	133,2	-8,0	44,9	74,9	-32,3	28,6	14,9	95,6	29,7	2,2	-
set.	-210,3	-160,4	-50,0	1,5	-23,4	-118,2	35,8	17,6	-114,9	-172,8	3,6	-
ott.	125,2	111,7	13,6	4,8	-2,6	-10,4	37,1	7,2	119,9	77,3	3,8	-
nov.	9,8	31,8	-22,0	20,3	16,0	44,7	61,5	3,5	-59,3	-45,7	0,5	-
dic.	-544,1	-606,4	62,4	-246,9	-268,2	51,6	-38,7	-12,7	-340,7	-299,6	4,6	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 dic.	-67,9	-89,9	22,0	-32,0	-173,6	-243,9	-1,9	69,5	120,9	85,7	17,7	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 dic.	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	-1,3	-1,8	0,0	0,5	0,9	0,6	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2			11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	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	10					
<b>Consistenze</b>												
2020	1.363,7	8.876,3	10.240,0	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.716,1	101,8	627,0	4,4	733,2	14.449,3
2021	1.469,7	9.784,0	11.253,8	916,1	2.506,4	3.422,5	14.676,2	118,0	647,5	21,7	787,2	15.463,4
2022	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2022 1° trim.	1.520,4	9.918,2	11.438,6	936,6	2.520,4	3.457,0	14.895,6	123,2	591,2	44,7	759,1	15.654,7
2° trim.	1.528,0	10.048,6	11.576,6	972,9	2.530,6	3.503,5	15.080,1	115,9	609,1	64,6	789,7	15.869,8
3° trim.	1.538,2	10.177,5	11.715,7	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.444,1	120,4	598,0	48,9	767,4	16.211,5
4° trim.	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2022 ago.	1.536,4	10.184,2	11.720,6	1.031,8	2.547,7	3.579,5	15.300,1	123,7	595,5	38,4	757,7	16.057,8
set.	1.538,2	10.177,5	11.715,7	1.175,8	2.552,7	3.728,4	15.444,1	120,4	598,0	48,9	767,4	16.211,5
ott.	1.541,3	10.022,4	11.563,7	1.253,7	2.556,2	3.810,0	15.373,7	125,0	622,6	19,6	767,3	16.141,0
nov.	1.541,3	9.907,9	11.449,2	1.327,9	2.551,5	3.879,4	15.328,5	138,8	638,8	38,5	816,1	16.144,6
dic.	1.538,5	9.788,7	11.327,2	1.377,7	2.566,6	3.944,3	15.271,5	123,3	649,9	47,0	820,3	16.091,7
2023 gen. (p)	1.540,6	9.741,7	11.282,3	1.457,3	2.560,4	4.017,6	15.299,9	133,8	637,1	51,5	822,5	16.122,4
<b>Transazioni</b>												
2020	139,2	1.243,9	1.383,2	-33,8	86,3	52,5	1.435,7	19,6	111,0	1,3	131,9	1.567,6
2021	107,4	898,7	1.006,1	-121,6	66,7	-55,0	951,1	12,1	21,2	14,5	47,8	998,8
2022	68,8	-4,5	64,3	427,2	56,7	484,0	548,3	3,7	2,8	77,8	84,3	632,6
2022 1° trim.	50,7	127,1	177,8	23,8	10,5	34,3	212,1	4,9	-56,2	23,0	-28,3	183,8
2° trim.	7,6	111,3	118,8	30,6	10,5	41,1	159,9	-8,6	18,0	16,9	26,3	186,3
3° trim.	10,2	117,9	128,1	160,5	21,8	182,3	310,4	2,7	-11,0	38,8	30,4	340,8
4° trim.	0,3	-360,8	-360,5	212,4	13,9	226,3	-134,2	4,8	52,0	-0,8	55,9	-78,3
2022 ago.	4,7	85,4	90,1	27,9	8,9	36,8	126,9	-1,8	1,9	10,9	11,0	137,9
set.	1,8	-13,3	-11,4	106,8	4,9	111,7	100,3	-3,8	2,5	13,4	12,1	112,4
ott.	3,1	-150,7	-147,6	80,3	3,2	83,6	-64,0	5,0	24,6	-28,1	1,6	-62,4
nov.	-0,1	-99,8	-99,9	79,0	-4,6	74,4	-25,4	14,6	16,2	16,7	47,6	22,1
dic.	-2,8	-110,3	-113,1	53,1	15,3	68,3	-44,7	-14,8	11,1	10,5	6,8	-38,0
2023 gen. (p)	0,8	-89,9	-89,2	74,1	-6,2	67,9	-21,3	9,9	-12,8	4,0	1,1	-20,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
2020	11,4	16,2	15,5	-3,2	3,7	1,5	11,6	24,4	21,3	-	21,8	12,1
2021	7,9	10,1	9,8	-11,8	2,7	-1,6	6,9	12,0	3,4	367,7	6,5	6,9
2022	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2022 1° trim.	9,4	8,7	8,8	-5,7	2,0	-0,2	6,6	9,4	-3,9	70,9	0,6	6,3
2° trim.	7,8	7,1	7,2	2,5	1,8	2,0	6,0	-2,6	-1,1	95,3	2,6	5,8
3° trim.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	361,9	7,7	6,3
4° trim.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2022 ago.	7,1	6,7	6,8	10,9	2,3	4,6	6,3	3,6	-4,8	190,6	3,4	6,1
set.	6,5	5,5	5,6	23,6	2,3	8,0	6,2	-4,5	-1,3	361,9	7,7	6,3
ott.	6,0	3,4	3,8	30,2	2,3	9,9	5,2	-7,9	-0,3	67,1	3,5	5,1
nov.	5,4	1,9	2,4	38,6	1,9	12,0	4,6	8,2	-0,9	241,1	8,4	4,8
dic.	4,7	0,0	0,6	45,7	2,3	14,0	3,7	3,0	0,4	521,9	11,3	4,1
2023 gen. (p)	3,8	-1,3	-0,7	49,5	1,9	15,1	3,0	2,6	5,6	243,2	13,3	3,5

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
<b>Consistenze</b>													
2020	2.968,8	2.517,0	308,2	140,2	3,3	7.665,2	4.967,3	437,0	2.260,1	0,9	1.087,6	235,3	497,3
2021	3.234,7	2.810,2	288,9	128,7	6,9	8.090,5	5.383,9	372,5	2.333,4	0,7	1.225,3	227,8	546,3
2022	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2022 1° trim.	3.268,9	2.839,7	289,1	129,8	10,3	8.188,1	5.478,3	358,0	2.350,8	1,0	1.256,1	231,7	553,5
2° trim.	3.303,5	2.857,6	304,4	130,7	10,8	8.253,3	5.538,1	354,0	2.360,5	0,7	1.309,6	231,3	570,3
3° trim.	3.382,6	2.852,2	388,3	133,4	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.476,0	243,9	551,9
4° trim.	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2022 ago.	3.387,4	2.899,2	347,4	132,6	8,2	8.331,2	5.596,6	357,0	2.376,7	0,8	1.364,7	237,5	566,5
set.	3.382,6	2.852,2	388,3	133,4	8,8	8.372,0	5.620,1	370,0	2.380,9	1,0	1.476,0	243,9	551,9
ott.	3.408,7	2.821,4	446,3	131,7	9,3	8.385,4	5.613,9	384,9	2.385,6	1,1	1.351,2	255,0	557,1
nov.	3.396,1	2.768,0	488,3	131,8	8,1	8.379,1	5.582,2	413,4	2.382,5	1,0	1.342,7	250,5	557,7
dic.	3.367,8	2.731,1	495,9	135,0	5,9	8.392,2	5.555,3	442,8	2.393,3	0,9	1.301,3	235,0	560,0
2023 gen. (p)	3.375,3	2.697,3	536,3	134,2	7,4	8.438,8	5.564,2	484,9	2.389,0	0,8	1.281,6	237,0	560,4
<b>Transazioni</b>													
2020	511,7	466,2	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,7	-53,8	105,0	0,0	137,8	20,6	33,1
2021	252,0	277,0	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,1	77,0	-0,2	142,2	-9,5	46,6
2022	121,8	-88,3	205,6	5,9	-1,4	296,2	167,1	74,1	54,9	0,1	42,9	7,6	14,7
2022 1° trim.	28,4	24,5	-0,3	0,9	3,3	95,3	93,2	-10,6	12,4	0,3	30,2	4,1	8,2
2° trim.	22,3	8,7	12,5	0,8	0,2	62,8	57,8	-4,8	10,1	-0,3	42,7	-0,6	16,5
3° trim.	68,8	-11,9	80,4	2,7	-2,3	113,2	77,4	15,2	20,3	0,3	127,9	11,4	-18,5
4° trim.	2,3	-109,6	112,9	1,6	-2,6	24,9	-61,4	74,3	12,1	-0,1	-158,0	-7,4	8,4
2022 ago.	54,1	29,0	24,8	2,1	-1,7	35,3	24,9	2,8	7,5	0,1	36,0	-3,5	-1,4
set.	-8,8	-49,8	39,7	0,8	0,5	39,6	22,7	12,6	4,1	0,1	72,5	6,1	-14,7
ott.	29,5	-28,7	59,2	-1,6	0,6	14,4	-5,2	15,2	4,4	0,1	-122,7	11,3	5,3
nov.	-4,8	-48,2	44,4	0,1	-1,1	-4,0	-30,2	29,2	-3,0	0,0	1,1	-3,9	0,7
dic.	-22,4	-32,8	9,3	3,1	-2,1	14,5	-26,0	29,9	10,8	-0,2	-36,4	-14,9	2,4
2023 gen. (p)	-5,2	-46,3	40,2	-0,7	1,6	12,8	-19,6	36,8	-4,3	-0,1	-19,9	1,0	-0,8
<b>Variazioni percentuali</b>													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	13,8	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	13,0	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2022 1° trim.	6,9	8,7	-5,0	-4,2	39,8	4,6	7,1	-14,3	2,6	26,1	13,5	5,7	12,8
2° trim.	6,0	6,7	2,5	-1,2	22,5	4,1	6,2	-12,5	2,3	-15,0	12,2	2,7	16,0
3° trim.	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
4° trim.	3,7	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2022 ago.	7,2	6,3	19,4	1,3	-18,5	4,2	5,8	-8,9	2,7	6,7	14,7	3,9	12,5
set.	5,9	3,3	34,0	1,8	-15,2	4,2	5,6	-4,2	2,6	55,7	18,1	7,2	6,5
ott.	6,0	1,5	50,9	1,8	2,6	4,1	5,0	1,2	2,5	7,6	6,8	8,4	7,5
nov.	5,4	-0,9	66,9	1,7	-2,8	3,8	4,0	10,4	2,2	7,9	6,5	8,7	6,9
dic.	3,7	-3,1	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	3,7	3,4	2,7
2023 gen. (p)	3,3	-4,8	81,9	3,8	-28,1	3,3	2,0	31,6	1,9	-3,1	0,1	-0,1	3,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,6	12.332,2	12.716,4	4.861,4	6.373,6	937,4	159,7	1.582,3	888,1
2022	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2022 1° trim.	6.551,0	1.001,6	5.546,6	15.018,2	12.561,3	12.699,1	4.915,8	6.472,1	1.020,0	153,3	1.587,9	869,0
2° trim.	6.503,0	1.000,6	5.478,2	15.181,8	12.789,6	12.927,7	5.020,2	6.552,7	1.053,1	163,6	1.561,3	830,9
3° trim.	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
4° trim.	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2022 ago.	6.426,8	998,3	5.404,3	15.321,6	12.942,6	13.074,4	5.133,4	6.595,1	1.061,1	153,0	1.548,9	830,1
set.	6.359,6	1.002,3	5.333,0	15.420,7	13.050,1	13.185,0	5.165,7	6.612,6	1.110,6	161,2	1.546,0	824,6
ott.	6.378,8	996,3	5.358,1	15.410,9	13.039,8	13.173,4	5.187,8	6.621,5	1.071,0	159,5	1.537,2	833,8
nov.	6.423,3	994,6	5.403,7	15.440,6	13.042,1	13.192,3	5.164,7	6.631,3	1.096,4	149,7	1.561,1	837,4
dic.	6.374,1	1.007,4	5.341,6	15.387,8	12.981,6	13.154,9	5.128,7	6.633,3	1.073,2	146,5	1.569,9	836,3
2023 gen. <sup>(a)</sup>	6.378,8	993,5	5.360,4	15.422,9	13.031,2	13.203,2	5.143,7	6.655,8	1.085,0	146,8	1.555,0	836,6
Transazioni												
2020	1.039,9	13,5	1.026,3	733,4	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,6	28,2
2021	665,7	-0,4	675,7	561,9	473,9	507,3	176,0	261,8	46,2	-10,2	78,8	9,2
2022	177,8	9,9	166,9	633,6	622,1	670,7	270,0	241,4	123,7	-13,0	17,9	-6,4
2022 1° trim.	100,6	4,5	96,1	196,8	192,0	186,1	46,0	71,6	80,3	-5,9	18,6	-13,7
2° trim.	68,6	-0,9	69,5	211,3	230,1	238,7	100,6	84,4	34,8	10,3	-13,9	-4,8
3° trim.	-36,6	2,1	-38,9	222,2	232,1	236,3	139,2	58,2	38,0	-3,2	-9,4	-0,5
4° trim.	45,1	4,2	40,2	3,2	-32,0	9,7	-15,8	27,3	-29,4	-14,2	22,6	12,6
2022 ago.	-27,0	0,8	-27,7	85,7	92,9	93,1	63,9	19,4	16,7	-7,0	-8,4	1,1
set.	5,7	3,9	1,6	83,6	79,3	83,8	30,1	17,7	23,4	8,1	4,2	0,1
ott.	11,8	-5,9	17,8	-4,8	-3,2	-1,9	25,6	10,2	-37,5	-1,6	-9,7	8,2
nov.	7,7	-2,0	9,0	38,5	17,1	33,0	-16,2	13,1	29,8	-9,5	19,5	1,9
dic.	25,6	12,1	13,4	-30,6	-45,9	-21,4	-25,1	4,0	-21,6	-3,1	12,8	2,6
2023 gen. <sup>(a)</sup>	-58,3	-20,4	-37,7	-2,9	16,3	10,9	2,2	1,9	11,8	0,4	-18,4	-0,8
Variazioni percentuali												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,2	4,3	4,6	3,5	4,4	8,7	-1,2	6,6	-1,6
2° trim.	8,4	-0,2	10,1	5,2	5,9	6,2	5,9	4,6	13,8	7,8	5,0	-2,7
3° trim.	5,0	0,5	5,8	5,7	6,7	7,0	7,9	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
4° trim.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2022 ago.	5,6	-0,4	6,7	5,6	6,4	6,8	7,8	4,4	14,0	-0,7	3,7	-3,0
set.	5,0	0,5	5,8	5,7	6,7	7,0	7,9	4,4	15,0	10,0	3,5	-3,0
ott.	4,6	0,9	5,3	5,2	6,2	6,5	8,1	4,1	11,4	3,1	0,9	-1,7
nov.	3,7	0,4	4,3	5,1	5,8	6,2	7,3	4,0	12,3	-6,4	2,8	-0,9
dic.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,2	-7,9	1,2	-0,6
2023 gen. <sup>(a)</sup>	1,4	-0,8	1,8	3,8	4,5	4,9	5,4	3,4	10,3	-12,7	0,8	-0,6

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) Includi le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,4	4.993,3	885,1	1.005,8	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	704,0
2022	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7
2022 1° trim.	4.915,8	4.890,2	909,6	1.003,1	3.003,2	6.472,1	6.672,1	701,5	5.063,2	707,4
2° trim.	5.020,2	4.995,6	949,8	1.028,1	3.042,2	6.552,7	6.742,3	709,0	5.138,6	705,1
3° trim.	5.165,7	5.136,5	1.008,1	1.068,1	3.089,5	6.612,6	6.801,3	714,0	5.194,4	704,2
4° trim.	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7
2022 ago.	5.133,4	5.099,0	988,5	1.063,0	3.081,9	6.595,1	6.784,1	711,5	5.178,7	704,9
set.	5.165,7	5.136,5	1.008,1	1.068,1	3.089,5	6.612,6	6.801,3	714,0	5.194,4	704,2
ott.	5.187,8	5.154,1	1.006,4	1.077,6	3.103,8	6.621,5	6.812,0	715,5	5.202,0	704,0
nov.	5.164,7	5.144,7	993,0	1.073,0	3.098,7	6.631,3	6.825,5	716,9	5.210,4	704,0
dic.	5.128,7	5.120,8	963,3	1.081,3	3.084,2	6.633,3	6.828,6	717,6	5.215,0	700,7
2023 gen. <sup>(p)</sup>	5.143,7	5.137,3	958,5	1.086,1	3.099,0	6.655,8	6.860,2	720,3	5.226,8	708,7
<b>Transazioni</b>										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	176,0	208,2	-1,5	2,7	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,8
2022	270,0	307,0	78,6	79,2	112,2	241,4	249,3	22,6	217,8	1,0
2022 1° trim.	46,0	53,2	20,9	-3,2	28,4	71,6	80,3	5,1	65,0	1,4
2° trim.	100,6	106,4	40,5	22,4	37,7	84,4	74,1	7,4	75,7	1,2
3° trim.	139,2	139,5	55,4	39,9	43,8	58,2	58,9	4,9	55,0	-1,8
4° trim.	-15,8	7,8	-38,2	20,1	2,3	27,3	36,0	5,2	22,0	0,1
2022 ago.	63,9	58,8	26,7	21,7	15,5	19,4	22,0	0,0	19,1	0,3
set.	30,1	36,5	17,6	4,9	7,7	17,7	17,5	2,8	15,2	-0,3
ott.	25,6	24,2	-0,5	10,6	15,5	10,2	11,9	1,5	8,3	0,3
nov.	-16,2	-4,1	-12,8	-0,8	-2,6	13,1	18,1	2,2	9,1	1,8
dic.	-25,1	-12,3	-24,9	10,3	-10,6	4,0	6,0	1,5	4,6	-2,0
2023 gen. <sup>(p)</sup>	2,2	0,1	-5,4	1,5	6,1	1,9	10,5	0,3	2,8	-1,3
<b>Variazioni percentuali</b>										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,3	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2022 1° trim.	3,5	4,2	2,4	-0,8	5,4	4,4	4,5	2,6	5,4	-0,2
2° trim.	5,9	6,9	14,1	5,9	3,6	4,6	4,6	3,4	5,4	0,0
3° trim.	7,9	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	0,0
4° trim.	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2022 ago.	7,8	8,7	18,8	9,7	4,1	4,4	4,5	3,3	5,2	-0,1
set.	7,9	8,9	19,6	9,9	4,0	4,4	4,4	3,5	5,1	0,0
ott.	8,1	8,9	16,9	11,0	4,6	4,1	4,2	3,3	4,8	0,0
nov.	7,3	8,3	14,1	10,0	4,4	4,0	4,1	3,0	4,6	0,3
dic.	5,5	6,3	8,8	7,9	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2023 gen. <sup>(p)</sup>	5,4	6,1	8,0	8,6	3,6	3,4	3,6	3,1	3,9	0,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	457,1	136,7	141,1
2021	762,6	6.883,7	1.837,3	37,1	1.997,3	3.011,9	1.372,6	391,9	128,5	136,8
2022	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2022 1° trim.	740,2	6.881,7	1.848,2	34,8	1.988,7	3.010,0	1.361,1	346,4	160,7	164,4
2° trim.	757,5	6.800,4	1.843,9	30,6	2.008,5	2.917,3	1.313,6	429,3	166,5	157,3
3° trim.	642,5	6.781,8	1.801,9	30,6	2.096,5	2.852,9	1.318,9	536,5	148,0	146,7
4° trim.	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2022 ago.	649,5	6.826,2	1.813,2	31,0	2.080,4	2.901,6	1.362,0	423,0	157,4	145,7
set.	642,5	6.781,8	1.801,9	30,6	2.096,5	2.852,9	1.318,9	536,5	148,0	146,7
ott.	676,5	6.745,4	1.789,4	30,8	2.101,2	2.824,0	1.283,8	489,3	144,4	156,1
nov.	692,4	6.792,6	1.788,3	30,9	2.109,5	2.863,9	1.316,2	449,5	161,2	170,6
dic.	683,7	6.744,6	1.780,8	31,0	2.112,3	2.820,6	1.334,1	424,0	137,8	147,6
2023 gen. <sup>(p)</sup>	564,7	6.848,2	1.784,6	32,5	2.147,2	2.883,9	1.344,3	389,2	155,5	157,0
<b>Transazioni</b>										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,0	88,3	-59,6	117,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,1	-75,1	-5,0	-39,7	82,7	-115,8	-110,0	-8,3	-4,3
2022	-75,8	49,7	-89,8	-5,2	14,1	130,6	-66,6	-138,3	10,5	17,9
2022 1° trim.	-19,0	-28,8	-19,5	-1,3	-25,0	17,0	-31,5	-129,9	32,0	34,7
2° trim.	17,2	20,2	-8,0	-4,2	-16,0	48,3	-60,8	4,4	7,2	-7,1
3° trim.	-115,0	-4,2	-47,1	0,0	-2,2	45,1	-26,2	62,1	-18,6	-10,6
4° trim.	41,0	62,5	-15,2	0,3	57,3	20,1	51,9	-74,9	-10,2	1,0
2022 ago.	-91,7	-8,7	-20,6	0,8	4,6	6,6	30,6	-51,8	-16,0	-14,0
set.	-7,1	6,7	-13,8	-0,3	-1,6	22,5	-52,4	75,1	-9,5	1,0
ott.	34,0	-10,0	-11,8	0,1	12,5	-10,8	8,7	-54,2	-3,6	9,4
nov.	15,5	36,9	2,0	0,1	33,2	1,6	18,7	9,5	16,9	14,5
dic.	-8,4	35,7	-5,4	0,1	11,6	29,3	24,5	-30,2	-23,4	-22,9
2023 gen. <sup>(p)</sup>	-125,1	43,6	0,4	1,6	44,5	-2,8	-6,9	-33,5	17,7	9,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 1° trim.	5,8	-0,7	-4,0	-13,2	-2,0	2,3	-	-	19,6	30,3
2° trim.	12,2	0,0	-3,0	-21,5	-1,5	3,1	-	-	26,0	21,7
3° trim.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
4° trim.	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2022 ago.	-8,2	-0,1	-4,1	-18,4	-1,7	3,8	-	-	25,0	18,0
set.	-7,4	-0,1	-4,8	-18,6	-2,0	4,4	-	-	4,4	4,2
ott.	-8,2	-0,4	-5,0	-17,1	-2,3	3,9	-	-	2,4	9,6
nov.	-2,8	0,2	-4,4	-15,8	-0,7	3,8	-	-	11,3	18,5
dic.	-10,0	0,7	-4,8	-14,3	0,5	4,5	-	-	7,9	12,7
2023 gen. <sup>(p)</sup>	-23,0	1,5	-4,3	-8,9	2,7	4,3	-	-	-7,2	-1,8

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,5	46,0	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	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,5
2021	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 4° trim.	47,2	46,5	13,3	13,1	15,3	0,7	52,3	47,5	10,2	6,0	1,5	24,2	4,8
2022 1° trim.	47,2	46,5	13,3	13,2	15,2	0,7	51,2	46,4	10,1	5,9	1,5	23,7	4,7
2° trim.	47,4	46,7	13,6	13,2	15,1	0,7	50,3	45,6	10,0	5,9	1,5	23,3	4,6
3° trim.	47,5	46,8	13,7	13,2	15,0	0,7	50,1	45,6	9,9	5,8	1,6	23,2	4,6

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	IFM 6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	86,0	3,1	13,8	69,0	48,3	32,6	37,6	8,2	77,8	16,1	28,3	41,5	84,5	1,5
2019	83,9	3,0	13,0	67,9	45,5	30,7	38,4	7,7	76,2	15,6	27,7	40,6	82,6	1,3
2020	97,0	3,2	14,2	79,7	54,4	39,1	42,6	11,1	85,9	18,9	31,0	47,2	95,4	1,7
2021	95,4	3,0	13,6	78,7	55,5	41,6	39,9	9,9	85,4	17,8	30,3	47,3	93,9	1,4
2021 4° trim.	95,4	3,0	13,6	78,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 1° trim.	95,2	2,9	13,4	78,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	94,2	3,0	13,3	77,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	93,0	2,9	13,4	76,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	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
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	14,2	13,0	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2021 4° trim.	14,1	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 1° trim.	14,7	13,4	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,8	-0,1	0,4
2° trim.	14,6	13,3	4,7	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
3° trim.	14,0	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
2022 ago.	14,5	13,3	4,7	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,1	1,9	1,8	0,3	0,3
set.	14,0	12,8	4,0	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
ott.	14,4	13,1	3,8	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,1	1,9	1,9	0,7	0,5
nov.	14,4	13,1	3,9	1,3	0,3	8,1	1,6	1,2	0,3	1,9	1,9	1,0	0,5
dic.	14,2	13,0	4,5	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 gen.	14,2	12,9	4,6	1,3	0,3	8,0	1,7	1,2	0,5	1,9	1,9	1,4	0,6

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										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-1,9	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,5	-5,0	-9,9	-10,1	-9,0	-9,5	-5,8	
2021	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 4° trim.	-5,6	-3,7	-2,4	-1,7	-7,5	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2022 1° trim.	-4,8	-2,8	-1,8	-0,2	-5,1	-5,4	-5,1	-6,5	0,0	
2° trim.	-4,0	-1,7	-0,6	0,1	-2,4	-4,6	-3,9	-5,3	1,3	
3° trim.	-3,7	-1,9	-0,2	1,2	-2,1	-3,8	-4,0	-4,9	2,6	
Debito pubblico										
2018	99,9	61,3	8,2	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,1	
2019	97,6	58,9	8,5	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,4	
2020	112,0	68,0	18,5	58,4	206,3	120,4	115,0	154,9	113,5	
2021	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,0	
2021 4° trim.	109,2	68,6	17,6	55,4	194,5	118,3	112,8	150,3	101,1	
2022 1° trim.	109,0	67,4	17,2	53,1	189,6	117,4	114,6	152,1	102,0	
2° trim.	108,3	67,2	16,7	51,2	183,5	116,1	113,1	150,4	95,3	
3° trim.	106,3	66,6	15,8	49,0	178,2	115,6	113,4	147,3	91,6	
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,5	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,2	0,6	1,8	0,6	0,1	0,6	-1,2	-0,9
2020	-4,3	-7,0	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,7	-5,4	-5,5
2021	-7,0	-1,0	0,8	-7,8	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,7
2021 4° trim.	-7,0	-1,0	0,8	-7,5	-2,6	-5,9	-2,9	-4,7	-5,5	-2,8
2022 1° trim.	-5,2	0,0	0,8	-7,5	-1,5	-3,5	-1,6	-3,6	-4,8	-2,1
2° trim.	-3,6	1,0	0,9	-6,7	0,1	-1,5	0,2	-3,1	-3,8	-1,6
3° trim.	-3,2	0,9	0,7	-5,5	0,5	-1,9	1,1	-2,7	-3,7	-1,3
Debito pubblico										
2018	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,4	64,9
2019	36,5	35,8	22,4	40,7	48,5	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,0	46,3	24,5	53,3	54,7	82,9	134,9	79,6	58,9	74,8
2021	43,6	43,7	24,5	56,3	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,4
2021 4° trim.	43,6	43,7	24,5	55,2	52,4	82,3	125,5	74,5	62,2	72,3
2022 1° trim.	41,7	39,8	22,6	56,2	50,7	83,4	124,8	74,7	61,6	72,2
2° trim.	41,6	39,6	25,3	53,9	50,8	82,6	123,4	73,5	60,3	71,7
3° trim.	39,9	37,3	24,6	53,2	49,0	81,3	120,1	72,3	58,6	70,8

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2023

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Questo Bollettino è stato predisposto sotto la responsabilità del Comitato esecutivo della BCE.  
Traduzione e pubblicazione a cura della Banca d'Italia.

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 15 marzo 2023.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-23-009-IT-N (online)