



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 4 / 2022



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	11
2 Attività economica	17
3 Prezzi e costi	24
4 Andamenti del mercato finanziario	32
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	38
6 Andamenti della finanza pubblica	47
<b>Riquadri</b>	<b>52</b>
1 L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro	52
2 L'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sull'attività dell'area dell'euro attraverso il canale dell'incertezza	60
3 L'impatto dell'afflusso di rifugiati ucraini sulle forze di lavoro dell'area dell'euro	64
4 L'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi: evidenze da un'indagine presso imprese leader	70
5 Il settore privato prevede un episodio di stagflazione?	78
6 L'impennata dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro e l'impatto della guerra russo-ucraina	83
7 Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro	91
8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 9 febbraio al 19 aprile 2022	98
<b>Articoli</b>	<b>105</b>
1 Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo	105
2 Le strutture del finanziamento del debito delle imprese e la trasmissione degli shock nell'area dell'euro	129

3	Il completamento della transizione al nuovo tasso di riferimento a breve termine in euro (€STR)	152
---	---	-----

	<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>
--	--------------------	-----------

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Quadro generale

L'elevata inflazione rappresenta una grande sfida per tutti. Il Consiglio direttivo assicurerà che essa ritorni sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine.

A maggio l'inflazione ha ripreso ad aumentare in misura significativa, principalmente a causa dei rincari dei beni energetici e alimentari, anche per effetto dell'impatto della guerra in Ucraina. Ma le pressioni inflazionistiche si sono ampliate e intensificate, con un forte incremento dei prezzi di molti beni e servizi. Gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto sensibilmente al rialzo lo scenario di base delle proiezioni sull'inflazione, che rimarrà, per qualche tempo, su non auspicabili livelli elevati. Tuttavia, la moderazione dei costi dell'energia, l'attenuarsi delle difficoltà dal lato dell'offerta legate alla pandemia e la normalizzazione della politica monetaria dovrebbero determinare un calo dell'inflazione. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema segnalano un tasso di incremento dei prezzi sui dodici mesi pari al 6,8 per cento nel 2022, che si ridurrebbe al 3,5 per cento nel 2023 e al 2,1 per cento nel 2024, valori superiori a quelli riportati nell'esercizio condotto a marzo. Alla fine dell'orizzonte di proiezione, pertanto, l'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi lievemente al di sopra dell'obiettivo della BCE. Livelli superiori rispetto alle proiezioni di marzo sono previsti anche per l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari, che raggiungerebbe, in media, il 3,3 per cento nel 2022, il 2,8 per cento nel 2023 e il 2,3 nel 2024.

L'ingiustificata aggressione della Russia all'Ucraina continua a gravare sull'economia in Europa e oltre i suoi confini. Sta determinando interruzioni degli scambi e carenze di materiali, oltre a contribuire alle elevate quotazioni di beni energetici e materie prime. Tali fattori continueranno a pesare sulla fiducia e a frenare la crescita, soprattutto nel breve periodo. Tuttavia, vi sono le condizioni perché l'espansione economica proceda, grazie alla riapertura dell'economia in atto, alla solidità del mercato del lavoro, al sostegno di bilancio e ai risparmi accumulati durante la pandemia. Una volta venute meno le attuali circostanze avverse, l'attività economica dovrebbe tornare ad accelerare. Lo scenario descritto trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, che anticipano una crescita annua del PIL in termini reali pari al 2,8 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento nel 2023 e nel 2024. Rispetto all'esercizio di marzo, le prospettive sono state riviste significativamente al ribasso per il 2022 e il 2023, ma al rialzo per il 2024.

Sulla base della valutazione aggiornata, il Consiglio direttivo ha deciso di compiere ulteriori passi nella normalizzazione della politica monetaria. Durante questo processo il Consiglio direttivo manterrà gradualità, flessibilità, ricorso ai dati e apertura alle opzioni nella conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a partire dal 1° luglio 2022. Esso intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario a mantenere condizioni di abbondante liquidità e un adeguato orientamento della politica monetaria.

In secondo luogo, il Consiglio direttivo ha svolto un attento esame delle condizioni che, secondo le sue indicazioni prospettiche (forward guidance), dovrebbero essere soddisfatte prima che inizi a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE. In esito alla valutazione condotta, ha concluso che tali condizioni sono rispettate. Pertanto, in linea con la sequenza delle sue misure di politica monetaria, il Consiglio direttivo intende innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base in occasione della riunione di politica monetaria di luglio. Su un periodo più esteso, prevede di aumentare nuovamente i tassi di riferimento a settembre. La calibrazione di questo rialzo dipenderà dall'aggiornamento delle prospettive di inflazione a medio termine. Qualora permangano invariate o si deteriorino, al momento della riunione di settembre sarà opportuno un incremento superiore.

In terzo luogo, oltre settembre, sulla base della sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo prevede che sia appropriato un graduale ma stabile percorso di ulteriori aumenti dei tassi di interesse. In linea con l'impegno a conseguire l'obiettivo del 2 per cento a medio termine, il ritmo di aggiustamento della politica monetaria da parte del Consiglio direttivo dipenderà dai nuovi dati e dalla sua valutazione dell'andamento dell'inflazione nel medio periodo.

Nell'ambito del mandato del Consiglio direttivo, in condizioni di tensione, la flessibilità rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi.

## Attività economica

Le ripercussioni economiche dell'invasione russa dell'Ucraina e le nuove misure di chiusura adottate in Cina rappresentano due fondamentali fattori avversi alla crescita mondiale nel breve periodo. Gli indicatori desunti dalle indagini confermano che l'attività economica mondiale è in fase di moderazione. Dopo un breve periodo di distensione a inizio anno, le interruzioni dell'attività economica in Asia e la guerra in Ucraina stanno esercitando pressioni sulle catene mondiali di approvvigionamento. Le disfunzioni di queste ultime e dei mercati delle materie prime stanno alimentando l'inflazione, in un contesto caratterizzato da sempre maggiori evidenze dell'intensificarsi e ampliarsi delle pressioni inflazionistiche, il cui aumento si palesa altresì nella crescita dei prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro. I prezzi delle materie prime si confermano volatili e soggetti a rischi dal lato dell'offerta, mentre le condizioni finanziarie si sono inasprite, riflettendo, a livello mondiale, la normalizzazione della politica monetaria, il calo dei prezzi delle attività rischiose e l'aumento dei rendimenti. In tale scenario, le proiezioni

macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema indicano un aumento del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) del 3,0 per cento nel 2022, del 3,4 per cento nel 2023 e del 3,6 per cento nel 2024, profilando una traiettoria di crescita più debole rispetto a quanto previsto nell'esercizio di marzo. I due fondamentali fattori avversi dovrebbero gravare in misura considerevole sull'interscambio nel breve periodo, ma esaurire successivamente il loro impatto. La prevista crescita della domanda estera dell'area dell'euro è più contenuta e ha subito revisioni al ribasso più significative rispetto a quella delle importazioni mondiali, perché i paesi europei non appartenenti all'area dell'euro con legami economici più stretti con Russia e Ucraina risentono maggiormente degli shock economici innescati dall'invasione. In tale contesto di elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi per lo scenario di base è saldamente orientato verso il basso per la crescita e verso l'alto per l'inflazione.

La guerra russo-ucraina sta incidendo pesantemente sull'economia dell'area dell'euro e le prospettive permangono caratterizzate da un alto grado di incertezza. Vi sono tuttavia le condizioni perché l'economia continui a crescere e segni un'ulteriore ripresa nel medio periodo. Il Consiglio direttivo si attende che nel breve periodo l'attività sia frenata dagli alti costi dell'energia, dal deterioramento delle ragioni di scambio, dalla maggiore incertezza e dall'impatto avverso dell'elevata inflazione sul reddito disponibile. La guerra in Ucraina e le restrizioni reintrodotte in Cina a causa della pandemia hanno determinato un nuovo peggioramento delle strozzature dal lato dell'offerta. Di conseguenza, le imprese devono far fronte a un incremento dei costi, nonché a interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, e le loro prospettive di produzione si sono deteriorate.

Nonostante i risultati migliori del previsto segnati nel 2021, dopo la chiusura delle proiezioni macroeconomiche elaborate a marzo 2022 dagli esperti della BCE le prospettive per il saldo di bilancio dell'area dell'euro si sono notevolmente deteriorate e ciò è riconducibile al peggioramento del ciclo economico, all'aumento degli oneri attesi per interessi e a un incremento discrezionale della spesa pubblica. Le misure di sostegno di bilancio sono state orientate, in particolare, a contrastare il crescente costo della vita sostenuto dai consumatori, ma anche a finanziare le capacità di difesa e a sostenere i rifugiati in fuga dalla guerra in Ucraina. Tuttavia, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere, passando dal 5,1 per cento del PIL nel 2021 al 3,8 per cento nel 2022, fino a raggiungere il 2,4 entro la fine dell'orizzonte di previsione. Dopo il forte allentamento osservato durante la crisi legata al coronavirus nel 2020, lo scorso anno l'orientamento delle politiche di bilancio è stato più restrittivo e negli anni 2022 e 2023 dovrebbe proseguire tale tendenza in modo graduale. Il lieve inasprimento previsto per il 2022 è principalmente dovuto al riassorbimento di una significativa quota del sostegno legato all'emergenza pandemica, che sarà compensato solo in parte da misure di stimolo aggiuntive adottate in risposta allo shock sui prezzi dell'energia e da altre spese collegate alla guerra russo-ucraina. L'irrigidimento delle politiche di bilancio dovrebbe risultare in certa misura più marcato nel 2023, alla prevista scadenza di molte delle recenti misure di sostegno che compensano l'impatto degli elevati prezzi dell'energia.

Un orientamento più neutro è atteso per il 2024, sebbene, rispetto al periodo antecedente la pandemia, sia previsto il permanere in vigore di un significativo sostegno di bilancio all'economia.

In un contesto caratterizzato da accresciuta incertezza e rischi al ribasso per le prospettive economiche a causa della guerra in Ucraina, nonché da rincari dei beni energetici e perduranti tensioni lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione europea ha raccomandato una proroga della clausola generale di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita (PSC) fino alla fine del 2023. Ciò consentirebbe alle politiche di bilancio di adeguarsi, se necessario, al mutare delle circostanze. Nel contempo, a fronte di squilibri di bilancio ancora superiori ai livelli antecedenti la pandemia e di un'inflazione eccezionalmente elevata, è necessario che la politica di bilancio sia sempre più selettiva e mirata, al fine di non accrescere le pressioni inflazionistiche a medio termine e assicurare la concomitante sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo.

La politica di bilancio sta contribuendo a mitigare l'impatto della guerra. Misure di bilancio mirate e temporanee tutelano i soggetti maggiormente colpiti dai rincari dell'energia limitando, al tempo stesso, il rischio di contribuire alle pressioni inflazionistiche. La tempestiva attuazione dei piani di investimento e di riforma strutturale nell'ambito del programma Next Generation EU, del pacchetto "Pronti per il 55%" e del piano REPowerEU favorirebbe, inoltre, una crescita dell'economia dell'area dell'euro più rapida e sostenibile, così come una sua maggiore capacità di tenuta agli shock mondiali.

Vi sono anche fattori favorevoli all'attività economica, che nei prossimi mesi dovrebbero rafforzarsi. La riapertura dei settori più colpiti dalla pandemia e la solidità del mercato del lavoro, caratterizzato da un maggior numero di occupati, continueranno a sostenere i redditi e i consumi. In aggiunta, i risparmi accumulati durante la pandemia costituiscono una riserva. Lo scenario di base delle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema si basa sull'ipotesi che: le attuali sanzioni nei confronti della Russia rimangano in vigore nell'intero orizzonte di proiezione (compreso l'embargo petrolifero dell'UE); la fase intensa della guerra prosegua sino alla fine di quest'anno senza un'ulteriore escalation; le interruzioni delle forniture di energia non inducano un razionamento nei paesi dell'area dell'euro e le strozzature dal lato dell'offerta siano gradualmente risolte entro la fine del 2023. Tutto ciò implica prospettive di crescita a breve termine molto più deboli (sebbene ancora positive), in cui le circostanze sfavorevoli si esaurirebbero dopo il 2022 e la crescita nel medio periodo si collocherebbe in qualche misura al di sopra dei tassi medi storici, di riflesso alla graduale ripresa dalle ripercussioni economiche della pandemia e al venir meno dell'impatto negativo della guerra in presenza di mercati del lavoro complessivamente robusti. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, il PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe crescere, in media, del 2,8 per cento nel 2022 (di cui 2,0 punti percentuali riconducibili all'effetto di trascinamento dal 2021) e del 2,1 per cento sia nel 2023 sia nel 2024. Rispetto all'esercizio condotto lo scorso marzo dagli esperti della BCE, le prospettive per la crescita sono state riviste al ribasso di 0,9 punti percentuali per il 2022 e di 0,7 punti percentuali

per il 2023, principalmente a causa dell'impatto economico della guerra in Ucraina, mentre per il 2024 sono state riviste al rialzo di 0,5 punti percentuali per effetto della ripresa dell'attività al venir meno delle circostanze avverse.

## Inflazione

A maggio l'inflazione è ulteriormente salita all'8,1 per cento. Malgrado gli interventi pubblici abbiano contribuito a rallentare la componente energetica, i prezzi dell'energia si collocano su un livello superiore del 39,2 per cento rispetto a un anno fa. Gli indicatori ricavati dai mercati suggeriscono che le quotazioni dei beni energetici a livello mondiale rimarranno elevate nel breve periodo, per poi registrare una certa moderazione. L'incremento dei prezzi dei prodotti alimentari è stato pari al 7,5 per cento a maggio, riflettendo in parte la rilevanza di Ucraina e Russia tra i principali produttori agricoli mondiali. I prezzi hanno inoltre segnato un aumento più vigoroso a causa delle nuove strozzature dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna, in particolare nel settore dei servizi, nella fase di riapertura delle attività economiche nell'area dell'euro. I rincari stanno divenendo sempre più diffusi in tutti i settori. Di conseguenza, le misure dell'inflazione di fondo sono ulteriormente aumentate. Prosegue il miglioramento del mercato del lavoro: ad aprile il tasso di disoccupazione è rimasto al minimo storico del 6,8 per cento. I posti di lavoro vacanti in molti settori mostrano la presenza di una solida domanda di lavoro. La dinamica salariale, anche con riferimento agli indicatori prospettici, ha iniziato ad accelerare. Nel corso del tempo, il rafforzamento dell'economia e alcuni effetti di recupero dovrebbero sostenere una più rapida crescita delle retribuzioni. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati finanziari e dalle indagini presso gli esperti si collochi attorno al 2 per cento, è necessario un attento monitoraggio dei primi segnali di revisione di tali misure al di sopra dell'obiettivo.

Si prevede che l'inflazione, dopo il brusco aumento segnato agli inizi del 2022, sia più elevata e persistente. L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere molto sostenuta per gran parte del 2022, collocandosi in media al 6,8 per cento, prima di scendere gradualmente a partire dal 2023 e convergere verso l'obiettivo di inflazione della BCE nella seconda metà del 2024. Le pressioni sui prezzi permarranno eccezionalmente intense nel breve periodo a causa delle accresciute quotazioni del petrolio e del gas e dei rincari delle materie prime alimentari, fortemente colpite dalla guerra in Ucraina, nonché per effetto della riapertura dell'economia e delle carenze dal lato dell'offerta a livello mondiale. L'atteso calo dell'inflazione al 3,5 per cento nel 2023 e al 2,1 per cento nel 2024 riflette principalmente l'ipotesi di una moderazione dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari in assenza di ulteriori shock, implicita nei prezzi dei contratti future. Inoltre, la normalizzazione in atto della politica monetaria, nella misura in cui si riflette nelle ipotesi di un aumento dei tassi di interesse (in linea con le attese del mercato), contribuirà alla moderazione dell'inflazione, con i consueti ritardi di trasmissione. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari rimarrà molto elevata fino alla fine del 2022, ma in seguito dovrebbe diminuire con l'indebolirsi delle pressioni al rialzo esercitate dalla riapertura delle

attività economiche e con l'attenuarsi delle strozzature dal lato dell'offerta e delle pressioni sui costi degli input energetici. La ripresa economica in atto, le condizioni più tese sui mercati del lavoro e alcuni effetti della compensazione della più alta inflazione sui salari, che dovrebbero crescere a tassi ben superiori alle medie storiche, implicano un'inflazione di fondo elevata fino alla fine del periodo di riferimento, sebbene lo scenario di base ipotizzi che le aspettative di inflazione a più lungo termine rimarranno saldamente ancorate. Rispetto all'esercizio condotto a marzo 2022 dagli esperti della BCE, l'inflazione è stata rivista al rialzo in misura sostanziale. La correzione riflette i dati recenti non corrispondenti alle attese, i rincari delle materie prime energetiche e alimentari, le più persistenti pressioni al rialzo derivanti dalle interruzioni dell'offerta, la più vigorosa crescita dei salari e il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro. L'impatto al ribasso delle ipotesi di rialzo dei tassi di interesse e le più deboli prospettive di crescita sono più che compensati da tali effetti.

## Valutazione dei rischi

Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi legati alla pandemia si siano ridotti, ma che la guerra in Ucraina continui a rappresentare un significativo rischio al ribasso per la crescita. In particolare, costituirebbe un rischio rilevante l'ulteriore interruzione delle forniture di energia all'area dell'euro, come riflesso nello scenario meno favorevole incluso nelle proiezioni degli esperti. Se la guerra dovesse intensificarsi, inoltre, il clima di fiducia potrebbe peggiorare, i vincoli dal lato dell'offerta potrebbero inasprirsi e i costi dei beni energetici e alimentari mantenersi in modo persistente su livelli più elevati rispetto a quelli attesi. I rischi per l'inflazione sono principalmente orientati al rialzo. Nelle prospettive di medio termine tali rischi sono rappresentati da contrazioni durature della capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro, prezzi dei beni energetici e alimentari persistentemente elevati, aspettative di inflazione superiori all'obiettivo della BCE e aumenti salariali maggiori rispetto al previsto. Tuttavia, un eventuale indebolimento della domanda nel medio periodo ridurrebbe le pressioni sui prezzi.

## Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono aumentati in risposta al mutare delle prospettive per l'inflazione e la politica monetaria. Con il rialzo dei tassi di interesse di riferimento sono cresciuti i costi di finanziamento delle banche e ciò si è tradotto in tassi più elevati sui prestiti, in particolare su quelli alle famiglie. A marzo, tuttavia, il credito erogato alle imprese ha registrato un incremento per effetto della protratta necessità di finanziare gli investimenti e il capitale circolante, a fronte dei crescenti costi di produzione, del perdurare delle strozzature dal lato dell'offerta e del minore ricorso al finanziamento sul mercato. Sono aumentati anche i prestiti alle famiglie, di riflesso al perdurare della robusta domanda di mutui.

In linea con la propria strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto la valutazione approfondita semestrale dell'interrelazione tra politica monetaria e

stabilità finanziaria. Dall'ultima analisi di dicembre 2021 si è osservato un peggioramento del contesto per la stabilità finanziaria, soprattutto nel breve periodo. In particolare, la minore crescita e le pressioni in aumento sul versante dei costi, nonché l'incremento dei tassi privi di rischio e dei rendimenti dei titoli di Stato, potrebbero determinare un ulteriore deterioramento delle condizioni di finanziamento cui sono esposti i debitori. Allo stesso tempo, condizioni di finanziamento meno favorevoli potrebbero ridurre alcune vulnerabilità esistenti per la stabilità finanziaria nel medio periodo. Le banche, che all'inizio dell'anno presentavano solide posizioni patrimoniali e una qualità degli attivi in via di miglioramento, si trovano ora a fronteggiare un maggiore rischio di credito. Il Consiglio direttivo osserverà tali fattori con attenzione. In ogni caso, la politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa per salvaguardare la stabilità finanziaria e affrontare le vulnerabilità nel medio periodo.

## Decisioni di politica monetaria

Sulla base della propria valutazione aggiornata, il Consiglio direttivo ha deciso di porre termine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022. Esso intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario a mantenere condizioni di abbondante liquidità e un adeguato orientamento della politica monetaria.

Per quanto riguarda il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), il Consiglio direttivo intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma almeno sino alla fine del 2024. In ogni caso, la futura riduzione del portafoglio del PEPP sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento della politica monetaria.

In caso di ulteriore frammentazione dei mercati connessa alla pandemia, i reinvestimenti del PEPP potranno essere adeguati in maniera flessibile e in qualsiasi momento nel corso del tempo, fra le varie classi di attività e i vari paesi. Ciò potrebbe implicare, tra le altre cose, l'acquisto di obbligazioni emesse dalla Repubblica ellenica in aggiunta ai reinvestimenti, al fine di scongiurare un'interruzione degli acquisti nel paese, che potrebbe compromettere la trasmissione della politica monetaria all'economia greca in un momento in cui quest'ultima procede nella ripresa dalle conseguenze della pandemia. Gli acquisti netti nel quadro del PEPP potrebbero anche essere ripresi, se necessario, per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia.

Il Consiglio direttivo ha svolto un attento esame delle condizioni che, secondo le sue indicazioni prospettiche, dovrebbero essere soddisfatte prima che inizi a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE. In esito alla valutazione condotta, ha concluso che tali condizioni sono rispettate.

Pertanto, in linea con la sequenza delle sue misure di politica monetaria, il Consiglio direttivo intende innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti

base in occasione della riunione di politica monetaria di luglio. Nel frattempo, ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,50 per cento.

Su un periodo più esteso, il Consiglio direttivo prevede di elevare nuovamente i tassi di riferimento a settembre. La calibrazione di questo rialzo dipenderà dall'aggiornamento delle prospettive di inflazione a medio termine. Qualora permangano invariate o si deteriorino, al tempo della riunione di settembre sarà opportuno un incremento superiore.

Oltre settembre, sulla base della sua attuale valutazione, il Consiglio direttivo prevede appropriato un graduale ma stabile percorso di ulteriori aumenti dei tassi di interesse. In linea con l'impegno a conseguire l'obiettivo del 2 per cento a medio termine, il ritmo di aggiustamento della politica monetaria da parte del Consiglio direttivo dipenderà dai nuovi dati e dalla sua valutazione dell'andamento dell'inflazione nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire le condizioni di finanziamento delle banche e ad assicurare che la scadenza delle operazioni nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) non ostacoli l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Inoltre, esaminerà regolarmente la maniera in cui le operazioni mirate di rifinanziamento contribuiscono all'orientamento della politica monetaria. Come annunciato in precedenza, le condizioni specifiche delle OMRLT-III cesseranno di essere applicate il 23 giugno 2022.

Il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti i suoi strumenti, in maniera flessibile se necessario, per assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. La pandemia ha dimostrato che, in condizioni di tensione, la flessibilità nella configurazione e nella conduzione degli acquisti di attività ha contribuito a contrastare le disfunzioni nella trasmissione della politica monetaria e a rendere più efficaci gli sforzi del Consiglio direttivo tesi al raggiungimento del suo obiettivo. Nell'ambito del mandato della BCE, in condizioni di tensione, la flessibilità rimarrà un elemento della politica monetaria ove i rischi per la sua trasmissione mettano a repentaglio il conseguimento della stabilità dei prezzi.

A seguito di una riunione ad hoc tenuta il 15 giugno, il Consiglio direttivo ha inoltre comunicato che adotterà flessibilità nel reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, al fine di preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, condizione necessaria affinché la BCE possa adempiere il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio ha altresì deciso di incaricare i comitati dell'Eurosistema competenti e i servizi della BCE affinché si acceleri il completamento della progettazione di un nuovo strumento di contrasto alla frammentazione da sottoporre all'esame del Consiglio stesso.

## 1 Contesto esterno

*Le ripercussioni economiche derivanti dall'invasione russa dell'Ucraina e le nuove misure di chiusura (lockdown) adottate in Cina rappresentano dei fattori avversi alla crescita mondiale nel breve periodo. In tale contesto, le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che il PIL mondiale in termini reali, esclusa l'area dell'euro, crescerà al 3,0 per cento nel 2022, al 3,4 nel 2023 e al 3,6 nel 2024, profilando una traiettoria più debole di quanto emerso dall'esercizio di marzo. Secondo le proiezioni, le implicazioni dell'invasione russa e le misure di contrasto alla pandemia adottate in Cina dovrebbero gravare in misura significativa sul commercio nel breve periodo, ma il loro impatto dovrebbe esaurirsi in seguito. La crescita prevista nell'esercizio per la domanda estera dell'area dell'euro è più moderata e ha subito revisioni al ribasso più significative rispetto alle importazioni mondiali, riflettendo prospettive peggiori per la Russia e per i paesi europei non appartenenti all'area che hanno legami economici più stretti con Russia e Ucraina. In un contesto caratterizzato da elevata incertezza, il quadro complessivo dei rischi che caratterizza le proiezioni nello scenario di base è fortemente orientato al ribasso per la crescita e al rialzo per l'inflazione.*

**Le ripercussioni economiche della guerra e le nuove misure di chiusura adottate in Cina rappresentano dei fattori avversi alla crescita mondiale nel breve periodo.** Tramite i prezzi delle materie prime, le catene di

approvvigionamento e l'incertezza, le conseguenze della guerra in Ucraina si stanno espandendo ben oltre i paesi e le regioni che hanno stretti legami commerciali e finanziari con Russia e Ucraina. Se da un lato la guerra grava sulla crescita, dall'altro si aggiunge a spinte inflazionistiche già acute, soprattutto nelle economie emergenti (EME), dove la spesa per beni energetici e alimentari costituisce una quota dei consumi privati particolarmente ampia. Inoltre, la recrudescenza della pandemia di coronavirus (COVID-19) in Asia e il connesso inasprimento delle misure di contenimento, in particolare in province cinesi economicamente rilevanti, stanno accrescendo la pressione sulle catene di approvvigionamento mondiali dopo un breve periodo di allentamento osservato agli inizi dell'anno. *Le implicazioni dell'invasione russa e le misure di contrasto alla pandemia adottate in Cina* operano in un contesto di forti pressioni inflazionistiche, che hanno indotto le banche centrali di tutto il mondo ad adeguare le proprie politiche monetarie, contribuendo così all'inasprimento delle condizioni finanziarie.

**Gli indicatori ricavati dalle indagini indicano che l'attività economica mondiale è in fase di moderazione.** Le indagini presso i responsabili degli acquisti

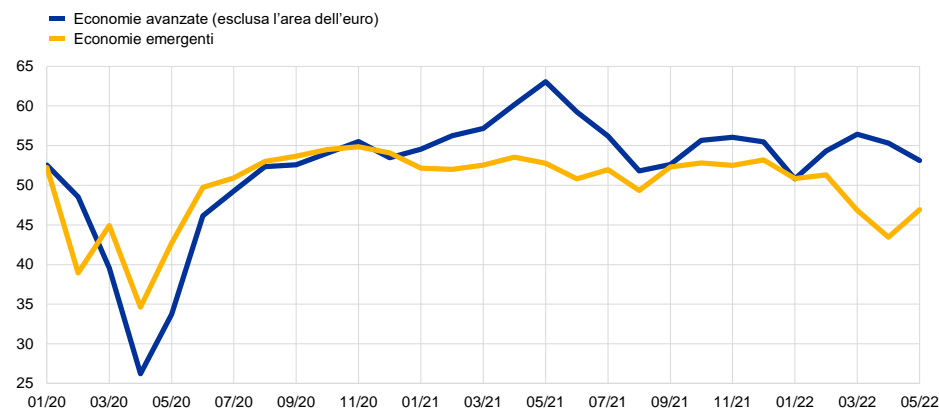
(Purchasing Managers Index, PMI) di maggio suggeriscono che l'attività economica ha mantenuto una buona tenuta nelle economie avanzate, nonostante l'invasione in atto, e che il settore dei servizi ha continuato a fare meglio di quello manifatturiero. Per contro, un'attività economica più attenuata nelle economie emergenti riflette gli andamenti in Cina e Russia (cfr. il grafico 1). L'indice dell'attività mondiale, basato su una gamma più ampia di indicatori, conferma le tendenze evidenziate dalle indagini. Nel complesso, la crescita stimata del PIL mondiale in termini reali (esclusa l'area dell'euro) ha notevolmente rallentato nel primo trimestre del 2022, allo 0,5 per cento,

in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2022.

### Grafico 1

#### PMI composito relativo al prodotto, per regione

(indici di diffusione)



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

#### **Le turbative dell'attività economica in Asia e la guerra in Ucraina stanno esercitando pressioni sulle catene mondiali di approvvigionamento, dopo un breve periodo di allentamento osservato all'inizio dell'anno in corso.**

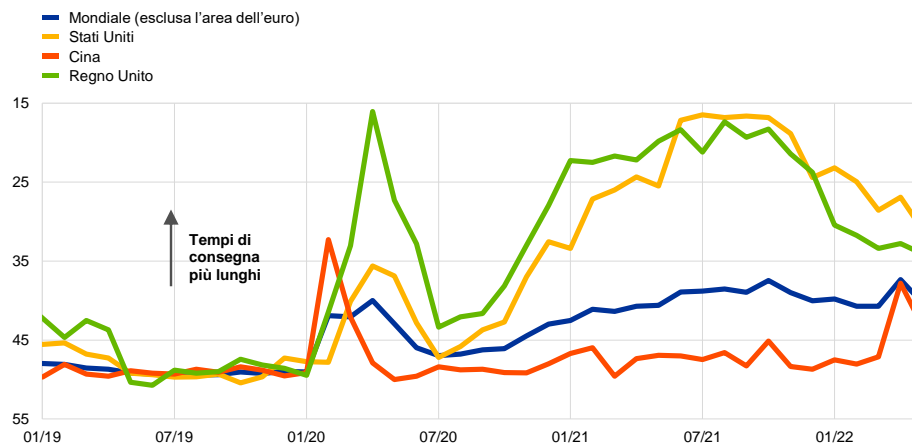
Nel mese di marzo l'indice PMI relativo ai tempi di consegna da parte dei fornitori è migliorato, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, sebbene continuasse a segnalare tempi di consegna lunghi, rimanendo al di sotto della soglia neutra pari a 50.

Questa tendenza positiva si è interrotta in aprile, quando i fornitori hanno segnalato un allungamento dei tempi di consegna. Nel caso degli Stati Uniti, tuttavia, un'analisi basata su modelli suggerisce che tale andamento fosse riconducibile al rafforzamento della domanda piuttosto che a fattori dal lato dell'offerta. Al tempo stesso, il marcato allungamento dei tempi di consegna da parte dei fornitori osservato in Cina, in larga misura a causa di fattori dal lato dell'offerta legati alle misure di chiusura, ha riportato l'indicatore composito mondiale sui livelli registrati alla fine del 2021, quando le strozzature dal lato dell'offerta erano le più acute. Più di recente i tempi di consegna da parte dei fornitori si sono nuovamente ridotti grazie al miglioramento della situazione in Cina, riconducibile a un allentamento delle misure restrittive intervenute in maggio. I tempi di consegna negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono migliorati, sebbene ancora lontani dal normalizzarsi (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

### PMI relativo ai tempi di consegna dei fornitori

(indici di diffusione, scala invertita)



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

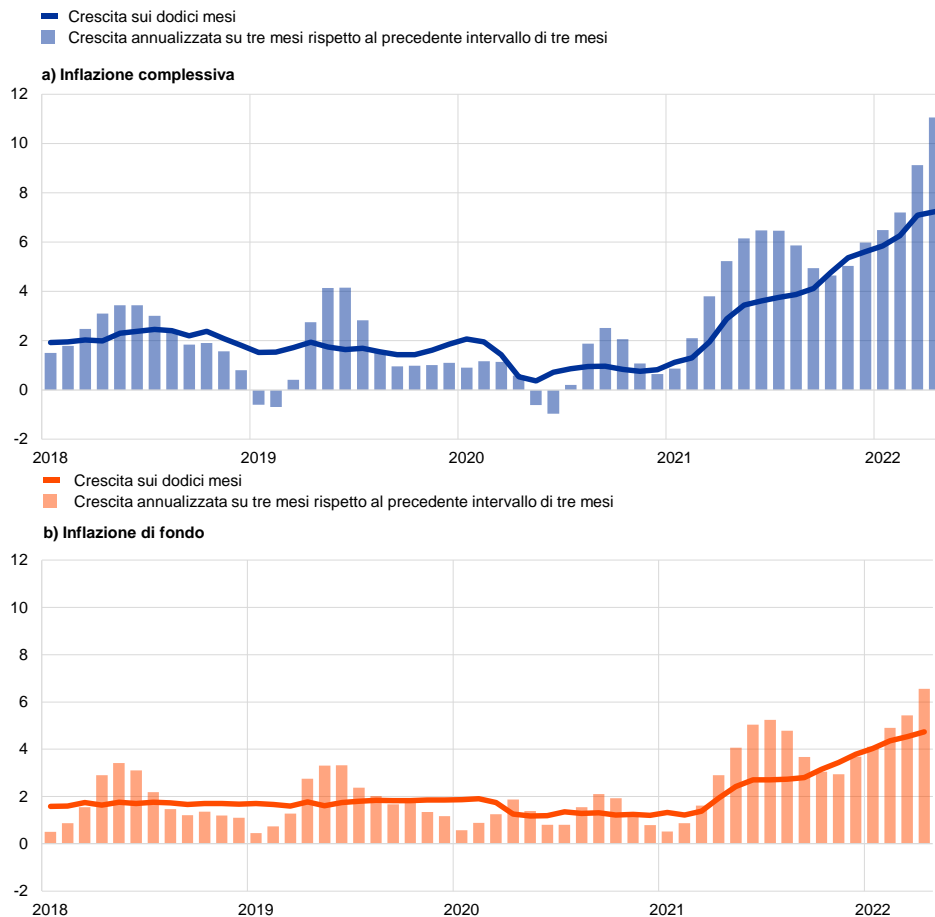
**Le turbative lungo la filiera produttiva e nei mercati delle materie prime stanno contribuendo all'aumento dell'inflazione in un contesto caratterizzato da pressioni sui prezzi intensificate e diffuse.** L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è salita al 7,2 per cento in aprile, raggiungendo il livello più elevato da oltre trent'anni. L'inflazione sui dodici mesi calcolata al netto della componente energetica e alimentare è aumentata al 4,7 per cento. Nell'area dell'OCSE si è inoltre osservato un nuovo aumento del ritmo di crescita dell'inflazione, sia di fondo sia complessiva, con livelli prossimi a quelli registrati a metà del 2021, periodo segnato dalla ripresa della domanda a seguito della riapertura delle attività economiche (cfr. il grafico 3). I dati desunti dalle indagini sui prezzi di input e output nel settore manifatturiero confermano le forti spinte inflazionistiche per i produttori e i consumatori, e i prezzi nel settore dei servizi stanno aumentando gradualmente. Il generale rincaro delle materie prime osservato quest'anno a livello mondiale dovrebbe acuire le già accresciute spinte inflazionistiche nel breve periodo, specialmente nelle economie emergenti, dove i beni energetici e alimentari rappresentano una quota maggiore della spesa per consumi rispetto alle economie avanzate. Secondo le ipotesi determinanti più recenti, l'inflazione al consumo a livello mondiale raggiungerebbe un livello massimo intorno alla metà dell'anno in corso per poi diminuire gradualmente nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione.

**Crescenti pressioni inflazionistiche emergono anche dall'aumento dei prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro.** Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti della BCE, i prezzi all'esportazione dei concorrenti dell'area dell'euro sono stati rivisti significativamente al rialzo per l'anno in corso e per il successivo, alla luce dell'interazione tra il rincaro delle materie prime, petrolifere e non, e l'aumento delle pressioni inflazionistiche sia a livello interno, sia mondiale.

### Grafico 3

#### Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli aggregati OCSE sono calcolati escludendo la Turchia, dove l'inflazione sui dodici mesi di fondo e complessiva era pari al 70 e 54,6 per cento rispettivamente. L'inflazione complessiva e di fondo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE compresa la Turchia (non riportata nei grafici) era pari al 9,2 e 6,3 per cento rispettivamente. L'inflazione di fondo è al netto dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022.

#### I prezzi delle materie prime restano volatili e soggetti a rischi dal lato

**dell'offerta.** Se da un lato la volatilità nei mercati delle materie prime è lievemente diminuita rispetto alle settimane immediatamente successive all'invasione russa dell'Ucraina, dall'altro permangono considerevoli rischi dal lato dell'offerta, che interessano in particolare le materie prime energetiche. Dalla riunione di aprile 2022 del Consiglio direttivo i corsi petroliferi mondiali sono aumentati, per effetto dell'embargo sul greggio da parte dell'UE e del concretizzarsi dei rischi dal lato dell'offerta. Ciò fa seguito a un breve periodo di calo dei prezzi, in quanto la decisione da parte degli Stati Uniti e di altri paesi di attingere a riserve strategiche di petrolio, insieme al calo della domanda dovuto alle misure di chiusura in Cina, avevano calmierato il mercato petrolifero mondiale. I prezzi del gas in Europa sono tuttavia diminuiti perché i mercati si sono avvalsi dell'aumento delle scorte, che ha più che compensato l'intensificarsi dei timori dal lato dell'offerta, e della consueta stagionalità estiva in Europa. Al tempo stesso, la Russia ha interrotto le forniture di gas alla Bulgaria, alla Finlandia e alla Polonia e, dopo la data di ultimo

aggiornamento delle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, anche alla Danimarca e ai Paesi Bassi, in quanto tali paesi si sono rifiutati di soddisfare la richiesta russa di regolare i pagamenti di gas in rubli. Nel complesso, rimane elevato il rischio di più ampie interruzioni della fornitura di gas in Europa. I prezzi compositi delle derrate alimentari sono rimasti sostanzialmente stabili su livelli elevati, mentre quelli dei metalli hanno subito una brusca diminuzione dovuta alla flessione della domanda dalla Cina.

**Le condizioni finanziarie mondiali si sono inasprite per effetto della normalizzazione della politica monetaria, del calo dei prezzi delle attività rischiose e dell'aumento dei rendimenti.** L'inasprimento delle condizioni finanziarie è stato maggiore negli Stati Uniti rispetto ad altre economie avanzate. Le economie emergenti hanno registrato un marcato peggioramento delle proprie condizioni finanziarie dopo l'invasione russa dell'Ucraina, che si è aggiunta alle tendenze precedenti, legate principalmente all'orientamento restrittivo della politica monetaria interna. I deflussi di capitali dalle economie emergenti sono aumentati dopo l'invasione, a indicare che si profilano ulteriori rischi e incertezze.

**Negli Stati Uniti si è verificata una contrazione dell'attività economica nel primo trimestre del 2022.** Il PIL in termini reali è diminuito dello 0,4 per cento, ma pur avendo generalmente sorpreso gli osservatori, questo debole risultato ha mostrato che la domanda interna è rimasta relativamente solida, mentre l'attività è stata frenata dai contributi negativi delle esportazioni nette e della variazione delle scorte. In prospettiva, ci si attende un ritorno a tassi di crescita positivi, ancorché moderati, nel breve-medio periodo, in presenza di un'elevata inflazione, un sostanziale inasprimento della politica monetaria e un minore impulso fiscale. In aprile, grazie alla moderazione dei prezzi dei beni energetici, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è diminuita all'8,3 per cento, mentre l'inflazione di fondo è scesa al 6,2 per cento. Ciononostante, l'inflazione di fondo sul mese precedente è aumentata dello 0,6 per cento, perché le pressioni di fondo rimangono elevate. In particolare, prosegue il rialzo dei prezzi dei servizi a un ritmo sostenuto, in un contesto di continuo aumento degli affitti e dei costi di trasporto.

**In Cina la crescita del PIL in termini reali ha mostrato capacità di tenuta nel primo trimestre del 2022, malgrado si sia verificata la peggiore recrudescenza di casi di coronavirus dall'inizio della pandemia.** Tuttavia, ci si attende che le drastiche restrizioni alla mobilità attuate nell'ambito della strategia zero-COVID e i connessi cambiamenti nel comportamento dei consumatori si ripercuotano sull'attività nel secondo trimestre del 2022. È in corso l'attuazione di politiche più accomodanti per mitigare l'impatto negativo delle misure di chiusura sulla crescita economica.

**In Giappone la ripresa economica ha subito una battuta d'arresto all'inizio del 2022 con il diffondersi della variante Omicron e il perdurare di vincoli dal lato dell'offerta.** Una ripresa più solida è attesa grazie al sostegno offerto dalla domanda repressa e dalle politiche, nonché da un rialzo della domanda mondiale e da un graduale allentamento delle pressioni sulle catene di approvvigionamento. La crescita economica dovrebbe rallentare nel più lungo periodo e tornare gradualmente su valori tendenziali. In base alle proiezioni, l'inflazione sui dodici mesi

misurata sull'IPC è prevista in aumento nel breve termine, sostenuta dal rincaro dei beni alimentari ed energetici, nonché dai minori effetti derivanti da fattori specifici, quali le riduzioni delle tariffe di telefonia mobile.

**Nel Regno Unito l'attività economica ha segnato una ripresa dall'ondata della variante Omicron più marcata del previsto.** Ci si attende tuttavia che le prospettive restino piuttosto contenute, giacché la guerra in Ucraina acutizza le già elevate pressioni sui prezzi e le strozzature dal lato dell'offerta. Il clima di fiducia dei consumatori è peggiorato bruscamente in risposta alla contrazione del reddito reale disponibile delle famiglie. Le condizioni nel mercato del lavoro si sono mantenute tese e il tasso di disoccupazione ha continuato a diminuire nonostante il regime di cassa integrazione sia cessato nel settembre 2021. Le proiezioni indicano che le strozzature dal lato dell'offerta e i rincari delle materie prime porterebbero l'inflazione al consumo su livelli notevolmente più elevati rispetto a quanto segnalato nell'esercizio elaborato dagli esperti della BCE in marzo 2022, almeno fino al secondo trimestre dell'anno in corso.

**Per l'anno in corso ci si attende che l'economia russa vada incontro a una profonda recessione.** Queste prospettive riflettono le sanzioni economiche più severe imposte dopo le proiezioni di marzo, che includono un divieto alle importazioni di materie prime energetiche dalla Russia da parte del Regno Unito e degli Stati Uniti, nonché l'impegno di tutti i paesi del G7 a diminuire o sospendere le forniture di petrolio russo quanto prima. In seguito all'embargo sulle importazioni di carbone dalla Russia, l'UE ha altresì deciso di proibire le importazioni di petrolio. Sebbene tale divieto non fosse stato ancora concordato al momento dell'ultimo aggiornamento delle proiezioni formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, lo scenario di base ipotizza che nell'orizzonte temporale di proiezione l'embargo, nella versione inizialmente proposta o in una versione modificata che prevede l'esclusione di alcuni paesi, verrà gradualmente applicato. L'impatto delle sanzioni sull'attività in Russia è ulteriormente amplificato dai boicottaggi a più vasto spettro effettuati dal settore privato, che determinano un'interruzione della produzione e della logistica, mentre l'aumento dell'inflazione e l'inasprimento delle condizioni finanziarie gravano sulla domanda interna. La previsione di una grave recessione seguita da una ripresa modesta riflette l'ipotesi che le sanzioni economiche imposte finora rimangano in vigore per il resto dell'orizzonte temporale di proiezione.

*Nel primo trimestre del 2022 l'economia dell'area dell'euro è cresciuta dello 0,6 per cento, collocandosi pertanto su un livello superiore dello 0,8 per cento rispetto a prima della pandemia. Questo risultato superiore alle attese è stato trainato da un incremento a due cifre del PIL irlandese su base trimestrale. Il resto dell'economia dell'area dell'euro è cresciuto, in media, dello 0,3 per cento. Nel secondo trimestre ci si attende una modesta crescita positiva, con l'impatto favorevole sull'attività dell'area dell'euro della revoca delle restrizioni connesse alla pandemia che è controbilanciato da fattori avversi cagionati o amplificati dalla guerra in Ucraina e da nuove misure legate alla pandemia in Cina. Nonostante il consumo di servizi a elevata intensità di contatti abbia segnato una ripresa, i rincari dei beni energetici e alimentari hanno frenato il clima di fiducia dei consumatori e la spesa delle famiglie. Le persistenti, o addirittura intensificate, turbative lungo le catene di approvvigionamento, conseguenti anche alle misure di chiusura (lockdown) in Cina e alla guerra in Ucraina, reprimono l'attività manifatturiera e il commercio. Nei prossimi trimestri ci si attende che anche l'elevata incertezza, i costi in aumento e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento gravino sugli investimenti sia nel settore delle imprese sia in quello dell'edilizia residenziale. Nondimeno, se si guarda oltre queste più deboli prospettive di crescita a breve termine, vi sono i presupposti affinché nella seconda metà dell'anno l'attività economica nell'area dell'euro riacquisti slancio.*

*Questa valutazione trova sostanzialmente riscontro nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro a giugno 2022, che prevedono una crescita sui dodici mesi del PIL in termini reali pari al 2,8 per cento nel 2022 e al 2,1 per cento sia per il 2023 sia per il 2024. Tali prospettive, rispetto alle proiezioni macroeconomiche elaborate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, sono state riviste al ribasso in misura significativa per il 2022 e il 2023, mentre sono state riviste al rialzo per il 2024. Secondo la valutazione degli esperti dell'Eurosistema, i rischi per le prospettive economiche sono orientati verso il basso, in particolare per effetto della possibilità di gravi turbative nelle forniture di energia in Europa, che potrebbero determinare ulteriori rincari dei beni energetici e tagli alla produzione.*

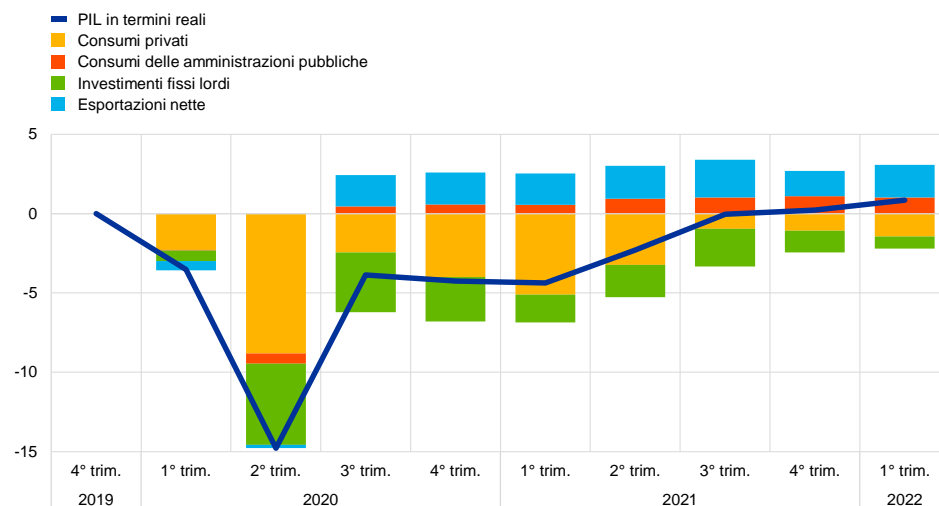
**La domanda interna dell'area dell'euro ha subito una contrazione nel primo trimestre del 2022.** Mentre nel primo trimestre dell'anno il PIL è aumentato dello 0,6 per cento sul periodo precedente, il contributo dato dalla domanda interna è stato pari a -0,4 punti percentuali, a indicare una generale debolezza delle fonti di crescita interne. Per contro, l'interscambio netto e le variazioni delle scorte hanno fornito un apporto positivo alla crescita. L'aumento del PIL è stato superiore di 0,3 punti percentuali rispetto alla stima rapida dell'Eurostat, di riflesso all'inclusione di dati volatili provenienti dall'Irlanda, paese che nel primo trimestre ha fatto registrare una crescita a due cifre per effetto della dinamica nel settore delle multinazionali, accrescendo così il proprio contributo alla crescita dall'interscambio netto. Nell'area dell'euro il PIL si colloca su un livello superiore dello 0,8 per cento rispetto a quello su cui si attestava nel quarto trimestre del 2019, prima della

pandemia (cfr. il grafico 4). Dal lato della produzione, il valore aggiunto complessivo ha fatto registrare un aumento generalizzato nei principali settori dell'economia.

#### Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

#### L'attività economica dovrebbe essere lievemente più debole nel secondo trimestre del 2022, per effetto delle conseguenze negative della guerra in Ucraina, seppur ancora sostenuta dalla ripresa dei servizi ad alta intensità di contatti.

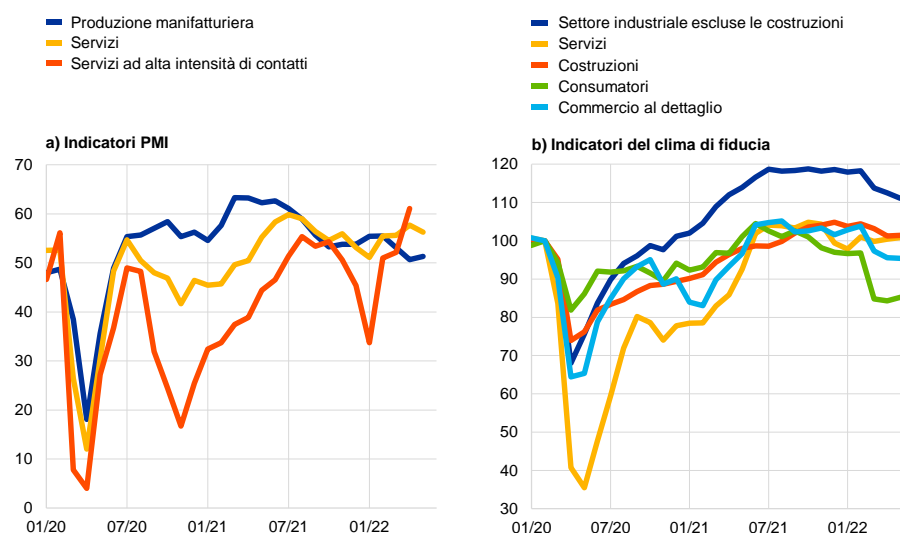
Per il secondo trimestre del 2022 i dati più recenti ricavati dalle indagini segnalano il protrarsi di una crescita positiva, seppur lenta. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è diminuito a maggio, mantenendosi tuttavia in territorio espansivo e ben al di sopra della propria media di lungo periodo. Nondimeno, sono emersi segnali di indebolimento dell'attività nel settore manifatturiero, che risente in modo particolare delle accresciute turbative lungo le catene di approvvigionamento e dei rincari delle materie prime dovuti all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, nonché all'aumento dell'incertezza complessiva (cfr. il riquadro 2). A maggio 2022 i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero sono diminuiti per la prima volta da giugno 2020 e le aspettative delle imprese su un orizzonte di dodici mesi sono state tra le più deboli degli ultimi due anni. Ciò contrasta con l'ulteriore solida crescita dei nuovi afflussi provenienti dalle imprese del settore dei servizi, di riflesso a un'attività più intensa in quelli a elevata intensità di contatti in seguito al venir meno delle restrizioni connesse alla pandemia (cfr. il pannello a) del grafico 5). I diversi andamenti degli indicatori sul clima di fiducia nei vari settori confermano questo quadro contrastante (cfr. il pannello b) del grafico 5). Il miglioramento della fiducia delle imprese osservato a maggio è stato trainato principalmente dal settore dei servizi, mentre la fiducia è peggiorata ulteriormente nel settore industriale e in quello del commercio al dettaglio. La fiducia dei consumatori è aumentata a maggio, ma rimane ben al di sotto della sua media di lungo periodo, segnalando rischi per la domanda futura in un contesto caratterizzato da rincari dei beni energetici e alimentari (cfr. il riquadro 1

e il riquadro 6). Nel complesso, sebbene sia probabile che questa combinazione di fattori freni la crescita nel breve periodo, permangono prospettive di rafforzamento della ripresa, per effetto della riapertura dell'economia, del vigore del mercato del lavoro, delle misure di sostegno di bilancio e del livello di risparmio persistentemente elevato. Pertanto, manifestamente tale prospettiva non indica uno scenario di stagflazione, inteso come un periodo protratto di crescita contenuta o persino negativa associata a un'inflazione persistentemente alta, se non addirittura crescente, come avvenne nelle principali economie avanzate negli anni '70 (cfr. il riquadro 5).

## Grafico 5

### Indicatori ricavati dalle indagini in vari settori dell'economia

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



Fonti: Standard & Poor's Global Ratings (pannello di sinistra), Commissione europea ed elaborazioni della BCE (pannello di destra). Note: i "servizi ad alta intensità di contatti" si riferiscono ai servizi di alloggio e di ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022, tranne per i servizi ad alta intensità di contatti, per cui l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2022.

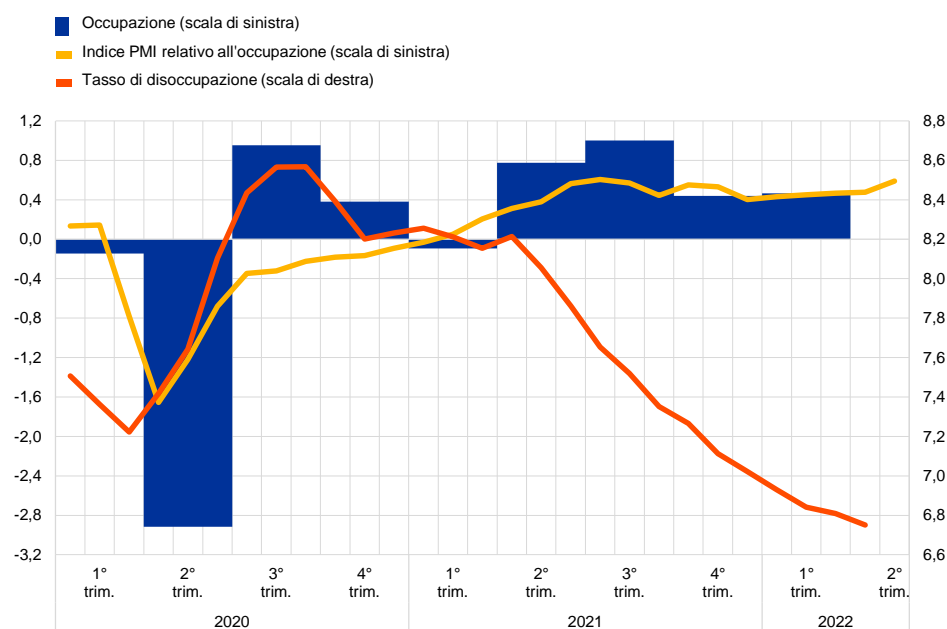
### Il mercato del lavoro nell'area dell'euro continua a migliorare nonostante l'impatto economico della guerra in Ucraina.

Ad aprile 2022 il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,8 per cento, sostanzialmente invariato da marzo e circa 0,6 punti percentuali al di sotto del livello precedente la pandemia osservato a febbraio 2020 (cfr. il grafico 6). Si tratta altresì del livello minimo registrato dalla nascita dell'area dell'euro, sebbene in alcuni paesi prosegua il ricorso, via via sempre più contenuto, a misure di integrazione salariale. Nel primo trimestre del 2022 l'occupazione complessiva è cresciuta dello 0,6 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,4 per cento registrato nel quarto trimestre del 2021. In relazione alla ripresa economica che ha fatto seguito all'allentamento delle misure di contenimento dovute alla pandemia, a marzo 2022 i lavoratori interessati da misure di integrazione salariale rappresentavano l'1,1 per cento delle forze di lavoro, in calo rispetto all'1,6 per cento circa di dicembre 2021. Analogamente, i dati di contabilità nazionale disponibili indicano che nel primo trimestre del 2022 il totale delle ore lavorate è rimasto al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, soprattutto nel settore industriale e in quello dei servizi di mercato.

## Grafico 6

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

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



Fonti: Eurostat, Standard & Poor's Global Ratings ed elaborazioni della BCE.

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

**Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro continuano a risultare favorevoli e indicano una capacità di tenuta complessivamente solida nell'area dell'euro.** Il PMI composito mensile relativo all'occupazione ha raggiunto 55,9 a maggio, 1,2 punti in più rispetto ad aprile, mantenendosi quindi al di sopra del livello soglia di 50 che indica un'espansione dell'occupazione. Il PMI relativo all'occupazione ha segnato una ripresa significativa rispetto al minimo storico di aprile 2020 e da febbraio 2021 si colloca in territorio espansivo. Esaminando le dinamiche nei diversi settori, il PMI relativo all'occupazione segnala una robusta crescita in tutti e tre i settori principali, ossia servizi, manifattura e costruzioni.

**Dopo aver fatto registrare una contrazione per due trimestri consecutivi, i consumi privati, nonostante le rilevanti circostanze avverse, dovrebbero essere sostenuti dalla spesa per servizi in concomitanza con l'allentamento delle restrizioni legate alla pandemia.** Dopo un inizio di anno debole a causa della pandemia, il consumo di beni da parte delle famiglie appare influenzato dalle conseguenze della guerra in Ucraina e dal persistere di strozzature nella produzione e distribuzione di beni. Ciò si desume dai recenti andamenti nelle vendite al dettaglio, che in aprile si sono collocate al -1,3 per cento sul mese precedente, dopo il -0,5 per cento del primo trimestre del 2022 sul trimestre precedente, e dalle immatricolazioni di nuove autovetture, che ad aprile sono rimaste su un livello inferiore di circa il 7 per cento rispetto alla media osservata nel primo trimestre, nonostante un lieve aumento dai minimi toccati a marzo 2022. A maggio il clima di fiducia dei consumatori si è mantenuto ben al di sotto della propria media di lungo

periodo, rispecchiando gli attuali timori delle famiglie circa l'impatto della guerra in Ucraina. Anche le famiglie e le imprese che si occupano di commercio al dettaglio sono diventate meno ottimiste in merito alla spesa futura per acquisti rilevanti (di beni), come segnalato dall'ultima indagine presso i consumatori condotta dalla Commissione europea nel mese di maggio. Le aspettative negative espresse circa la situazione finanziaria ed economica futura, nonostante un lieve miglioramento a maggio, indicano che probabilmente l'aumento dell'inflazione e l'acuita incertezza peseranno sulle loro decisioni di spesa (cfr. il riquadro 2). Tuttavia, ci si attende che la spesa per consumi nel settore dei servizi registri una forte ripresa a fronte delle minori restrizioni legate alla pandemia. Tale valutazione è confermata dall'ultima indagine condotta dalla Commissione europea presso i consumatori, secondo cui, in previsione di un'estate senza restrizioni, la domanda attesa di servizi di alloggio, ristorazione e viaggio si è rafforzata nonostante la guerra in corso e la diminuzione del reddito disponibile reale. È possibile che i risparmi accumulati durante la pandemia si limitino ad attenuare solo in misura contenuta l'impatto dello shock sui prezzi dei beni energetici, giacché tali risparmi sono concentrati presso le famiglie a più alto reddito, che nel complesso hanno una minore esposizione complessiva agli elevati costi dell'energia. Dall'altro lato, le famiglie a più basso reddito, che spendono una quota maggiore delle proprie entrate in beni energetici, dovrebbero poter beneficiare di misure di bilancio a sostegno dei redditi.

**Gli investimenti delle imprese hanno subito una contrazione nel primo trimestre del 2022, sospinti dagli andamenti registrati in Irlanda.** Nel primo trimestre gli investimenti in settori diversi dalle costruzioni sono diminuiti del 2,9 per cento sul trimestre precedente, di riflesso alla forte contrazione osservata negli investimenti in proprietà intellettuale in Irlanda, che hanno compensato il forte incremento registrato nell'ultimo trimestre del 2021. Se si esclude l'Irlanda, gli investimenti dell'area dell'euro sono cresciuti dello 0,8 per cento sul trimestre precedente, in un contesto caratterizzato da un livello record di carenza di attrezzature, come segnalato dai partecipanti alle indagini trimestrali condotte dall'Ecofin presso le imprese. Tutti e quattro i maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato una continua crescita degli investimenti in settori diversi dalle costruzioni, in particolare la Spagna e, in misura minore, l'Italia, potenzialmente di riflesso all'effetto delle riaperture e delle erogazioni anticipate di fondi del Next Generation EU (NGEU). In prospettiva, ci si attende che gli investimenti delle imprese risentano della forte incertezza connessa alla guerra in Ucraina, degli elevati prezzi dell'energia, delle perduranti strozzature dal lato dell'offerta e dell'inasprimento delle condizioni finanziarie. I dati più recenti, dell'inizio del secondo trimestre, indicano un deterioramento nella fiducia delle imprese, di riflesso al peggioramento del prodotto e delle stime degli ordini da parte dei produttori di beni di investimento, mentre il calo del fatturato atteso nel settore manifatturiero indica una contrazione degli investimenti delle imprese nel secondo trimestre del 2022 rispetto al periodo precedente. Al tempo stesso, il miglioramento delle prospettive per l'attività nel settore servizi, che riflette il venir meno delle restrizioni legate alla

pandemia, e il più ampio sostegno derivante dai fondi del Next Generation EU dovrebbero sostenere il ritorno alla crescita nel prosieguo dell'anno<sup>1</sup>.

**Nel primo trimestre del 2022 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un aumento significativo, anche se un indebolimento nel breve periodo è probabile.** Nel primo trimestre del 2022 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono aumentati del 4,5 per cento rispetto al periodo precedente. Per quanto riguarda il secondo trimestre, ad aprile e a maggio l'indicatore della Commissione europea relativo alle tendenze recenti dell'attività nel settore delle costruzioni si è ridotto in misura significativa, in media, rispetto al primo trimestre. Anche il PMI relativo al settore dell'edilizia residenziale è diminuito notevolmente, entrando in territorio negativo a maggio. Dal lato della domanda, secondo gli ultimi dati dell'indagine della Commissione europea, l'intenzione a breve termine delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione è diminuita significativamente nel secondo trimestre. Dal lato dell'offerta, i portafogli ordini delle società si sono contratti e i limiti alla produzione posti dalla insufficiente domanda, sono aumentati ad aprile e a maggio, pur rimanendo ben al di sotto della media di lungo periodo. Inoltre, la produzione delle imprese ha continuato a essere frenata da significative strozzature nell'offerta di forze di lavoro e di materiali come l'acciaio e il legname, che sono peggiorate dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e hanno determinato un brusco aumento dei prezzi nel settore delle costruzioni. È probabile che l'aumento dei costi di costruzione, unitamente a condizioni di finanziamento meno favorevoli, gravi sulla domanda di abitazioni e, insieme ai perduranti vincoli dal lato dell'offerta, freni la crescita degli investimenti in edilizia residenziale.

**Il commercio dell'area dell'euro ha perso slancio per effetto dell'indebolimento delle esportazioni verso l'esterno dell'area; le prospettive indicano una dinamica modesta dell'interscambio, soprattutto nel settore manifatturiero.**

A febbraio e marzo 2022 le esportazioni nominali di beni verso l'esterno dell'area dell'euro si sono indebolite, mentre le importazioni dall'esterno dell'area hanno continuato ad aumentare. Il saldo dei beni si è spostato ulteriormente verso il disavanzo a causa dei maggiori costi delle importazioni di beni energetici e della dinamica più contenuta delle esportazioni. Le esportazioni verso la Cina sono diminuite a causa delle restrizioni legate alla pandemia, mentre quelle verso la Russia si sono dimezzate a causa delle sanzioni e delle scelte degli operatori di mercato indipendentemente dalle sanzioni. Gli indicatori di breve periodo relativi al trasporto di merci e quelli ricavati dalle indagini suggeriscono che le strozzature dal lato dell'offerta potrebbero essersi nuovamente acuite, come dimostra, ad esempio, l'aumento della quantità di beni bloccati nei porti più importanti a maggio 2022 a causa delle misure di chiusura dovute alla pandemia in Cina e della guerra in Ucraina. L'indebolimento della domanda estera connesso a tali eventi trova riscontro nel PMI prospettico relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, che a maggio ha segnato un'ulteriore lieve contrazione. Per contro, il PMI relativo

---

<sup>1</sup> Cfr. l'indagine semestrale sulle intenzioni di investimento condotta dalla Commissione europea a marzo/aprile 2022, che mostra una riduzione dei piani di investimento delle imprese manifatturiere per il 2022 rispetto a quelli programmati nell'ultima parte dello scorso anno, ma mostra altresì alcuni miglioramenti nel settore dei servizi.

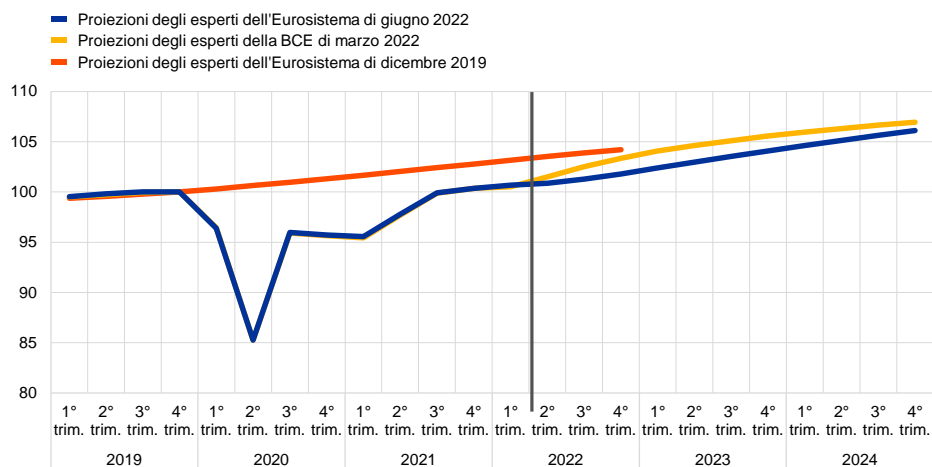
agli ordinativi dall'estero nel settore dei servizi si è spostato in territorio espansivo per effetto dell'allentamento in Europa delle restrizioni legate alla pandemia. In particolare, gli indicatori basati sulle indagini e le prenotazioni nel settore dei viaggi indicano una forte ripresa degli scambi legati al turismo nell'estate di quest'anno.

**Nonostante le prospettive deboli nel breve termine, l'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe riacquistare slancio nel prosieguo dell'anno, espandendosi a un ritmo relativamente sostenuto.** Tale prospettiva, tuttavia, è caratterizzata da notevole incertezza. Le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022 prevedono una crescita sui dodici mesi del PIL in termini reali del 2,8 per cento nel 2022 e del 2,1 per cento nel 2023 e nel 2024 (cfr. il grafico 7). Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di marzo 2022 formulate dagli esperti della BCE, le prospettive sono state riviste significativamente al ribasso per il 2022 e il 2023, principalmente a causa dell'impatto economico della guerra in Ucraina, mentre per il 2024 sono state riviste al rialzo, in ragione della ripresa dell'attività al venir meno delle circostanze avverse.

### Grafico 7

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

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



Fonti: cfr. Eurostat e le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022* pubblicate il 9 giugno 2022 sul sito Internet della BCE.

Nota: la linea verticale indica l'inizio delle proiezioni macroeconomiche di giugno 2022 formulate dagli esperti dell'Eurosistema e segue l'ultima osservazione del PIL dell'area dell'euro in termini reali, che si riferisce al primo trimestre del 2022.

**Secondo la valutazione degli esperti dell'Eurosistema, i rischi per le prospettive economiche continuano a essere orientati al ribasso.** Uno dei principali rischi è rappresentato dalla possibilità di gravi interruzioni delle forniture energetiche da parte della Russia all'Europa a seguito dell'applicazione delle sanzioni imposte dall'UE, che potrebbero determinare ulteriori rincari dei beni energetici e tagli alla produzione.

## 3 Prezzi e costi

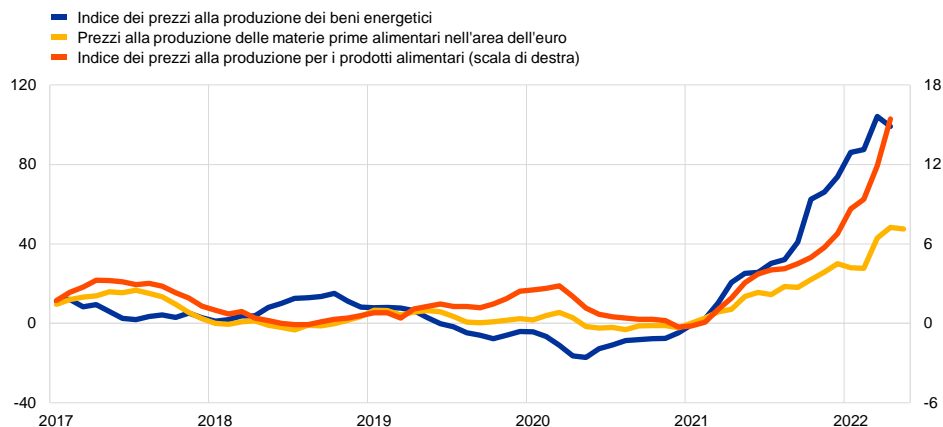
*Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a maggio l'inflazione è salita ulteriormente all'8,1 per cento, principalmente a causa dell'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari, dovuta anche all'impatto della guerra. I prezzi hanno inoltre segnato un aumento più vigoroso a seguito delle nuove strozzature dal lato dell'offerta e della ripresa della domanda interna a fronte della riapertura dell'economia, in particolare nel settore dei servizi. Nel complesso, le spinte inflazionistiche si sono ampliate e intensificate e la crescita salariale ha iniziato a segnare una ripresa. Benché la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dai mercati finanziari e dalle indagini presso gli esperti si collochi attorno al 2 per cento, occorre seguire con attenzione i primi segnali di revisione in queste misure superiori all'obiettivo. Nelle proiezioni di giugno 2022 gli esperti dell'Eurosistema hanno rivisto significativamente al rialzo le previsioni di inflazione relative allo scenario di base, rispetto all'esercizio di marzo condotto dagli esperti della BCE. Le nuove proiezioni prevedono un'inflazione sui dodici mesi del 6,8 per cento nel 2022, del 3,5 per cento nel 2023 e del 2,1 per cento nel 2024.*

**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat di maggio, l'inflazione misurata sullo IAPC ha toccato un valore massimo mai registrato prima nella storia dell'euro.** L'incremento dal 7,4 per cento di aprile all'8,1 di maggio riflette l'aumento dei tassi di inflazione di tutte le principali componenti, ma soprattutto per i beni energetici e alimentari. I prezzi al consumo dei beni energetici, che continuano a fornire il principale contributo all'inflazione complessiva, sono tornati a salire dopo una lieve moderazione ad aprile. Gli elevati prezzi all'ingrosso di gas, petrolio ed elettricità, nonché gli elevati margini di raffinazione e distribuzione del carburante per il trasporto (in particolare gasolio) hanno compensato l'effetto al ribasso degli interventi adottati dai paesi dell'area dell'euro. Anche l'inflazione dei beni alimentari è aumentata sensibilmente, spinta al rialzo dalle quotazioni mondiali delle materie prime alimentari e dai prezzi alla produzione sul mercato interno. Ciò ha riflesso fattori di costo quali quelli legati all'energia e ai fertilizzanti (cfr. il grafico 8).

## Grafico 8

### Pressioni sui costi degli input energetici e alimentari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

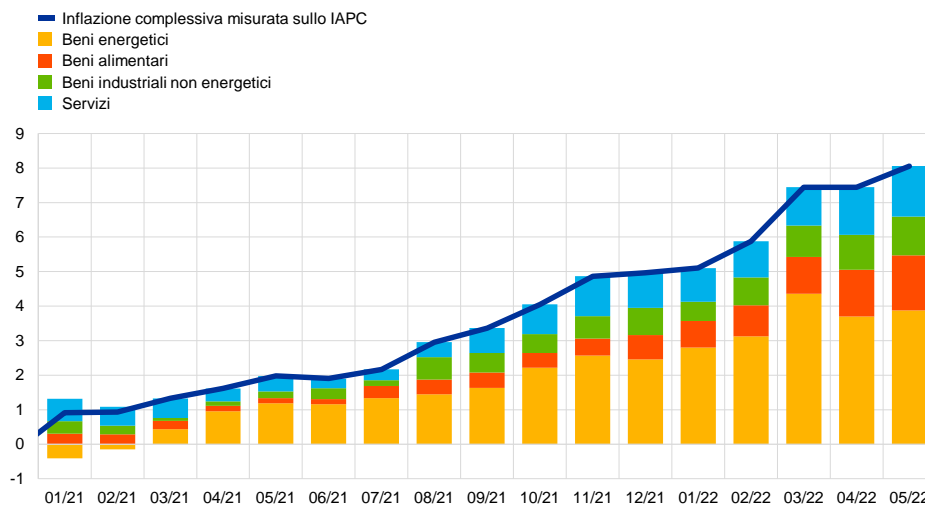
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e ad aprile per gli altri dati.

**Lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è salito al 3,8 per cento, a fronte di un ulteriore incremento sia nell'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) sia in quella dei servizi (cfr. il grafico 9).** Anche in questo caso, i rincari degli input dovuti all'aumento dei prezzi dei beni energetici restano una determinante principale. L'inflazione dei beni industriali non energetici risente ancora delle strozzature globali dal lato dell'offerta, che si sono intensificate a seguito della guerra in Ucraina e delle conseguenze dell'andamento della pandemia in Cina. L'inflazione dei servizi riflette alcuni degli effetti derivanti dalla riapertura dell'economia dopo la rimozione delle restrizioni legate alla pandemia, come dimostra il contributo relativamente vigoroso dei servizi alberghieri e ricreativi ad aprile 2022.

## Grafico 9

### Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 (stima preliminare).

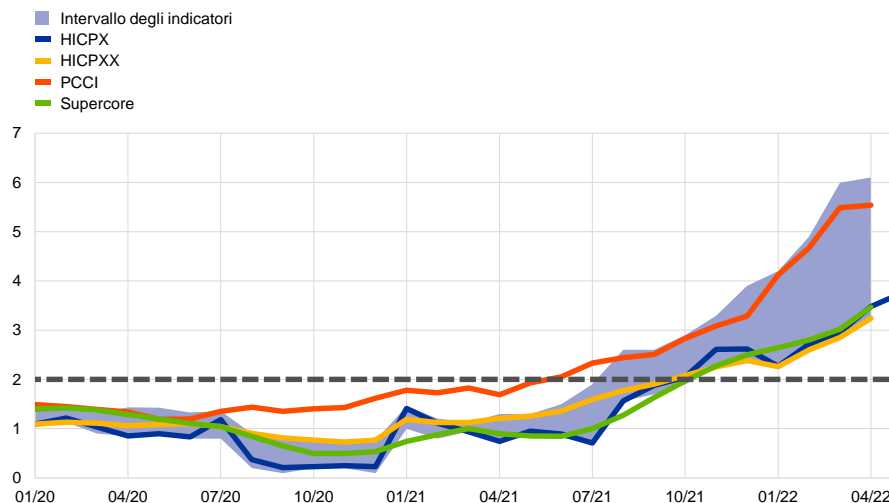
### Un'ampia gamma di misure dell'inflazione di fondo ha superato il 3 per cento (cfr. il grafico 10).

Gli indicatori dell'inflazione di fondo basati sull'esclusione di alcune componenti sono aumentati ulteriormente negli ultimi mesi, perché gli elevati tassi di inflazione sono divenuti più diffusi per una gamma più ampia di voci dello IAPC. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è salita al 3,8 per cento a maggio 2022, dal 3,5 di aprile. Altri indicatori dell'inflazione di fondo sono disponibili solo fino ad aprile, quando l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature, nonché beni energetici e alimentari (HICPXX) è salita al 3,2 per cento. Il movimento al rialzo degli indicatori basati sull'esclusione di alcune componenti è illustrato dalla distribuzione delle sotto-componenti che costituiscono il paniere dello IAPC. Ad aprile quasi l'80 per cento di esse ha registrato tassi di crescita sui dodici mesi superiori al 2 per cento. Nel mentre, la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) basata su modelli si è collocata al 5,5 per cento ad aprile e l'indicatore Supercore, che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è salito al 3,5 per cento, dal 3,0 di marzo. Al tempo stesso, rimane incerto quanto tali aumenti saranno persistenti. Gran parte della spinta al rialzo delle dinamiche dell'inflazione di fondo è attribuibile agli effetti indiretti dell'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari e agli andamenti eccezionali dell'equilibrio tra domanda e offerta legati alla pandemia e all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. In prospettiva, l'andamento dei salari sarà un fattore chiave per la dinamica futura dell'inflazione di fondo.

## Grafico 10

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), medie troncate del 10 e del 30 per cento e mediana ponderata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022 per tutti gli indicatori ad eccezione dello HICPX, che è stato ricavato dalla stima preliminare di maggio 2022.

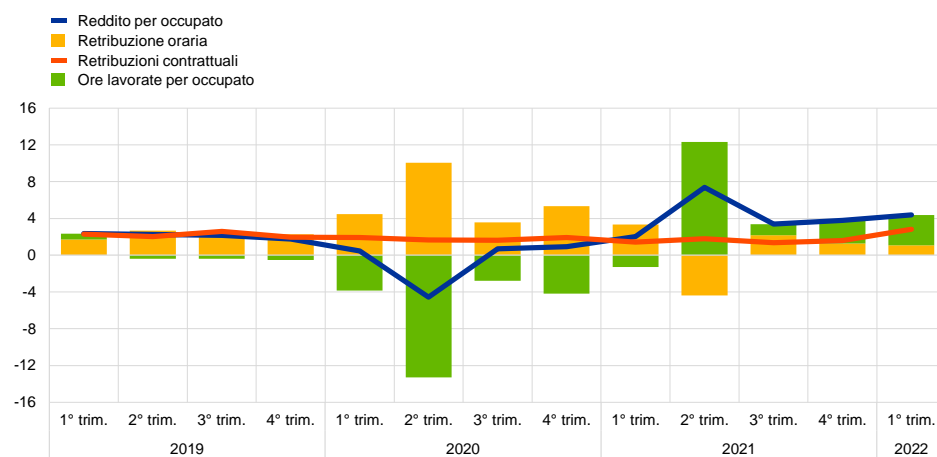
### Gli ultimi dati sulle retribuzioni contrattuali segnalano un rafforzamento della dinamica salariale, tuttavia tale evoluzione resta moderata se si tiene conto dei pagamenti una tantum (cfr. il grafico 11).

La crescita delle retribuzioni contrattuali è aumentata al 2,8 per cento nel primo trimestre del 2022, dall'1,6 del trimestre precedente. L'andamento al rialzo non è del tutto indicativo della crescita dei salari di base, giacché gli accordi salariali sottostanti comprendono in genere pagamenti una tantum per compensare i lavoratori degli andamenti eccezionali verificatisi durante la pandemia. Le informazioni più recenti sugli accordi salariali conclusi dall'inizio del 2022 confermano un certo rafforzamento della dinamica salariale, sebbene la crescita dei salari rimanga contenuta rispetto agli attuali tassi di inflazione. Anche la dinamica salariale misurata dal reddito per occupato (compensation per employee, CPE) si è ulteriormente rafforzata nel primo trimestre del 2022, salendo al 4,4 per cento dal 3,8 del trimestre precedente. Tuttavia, tale aumento ha rispecchiato principalmente un incremento delle ore medie lavorate, mentre l'incremento dei redditi per ora lavorata (compensation per hour, CPH) è rimasto molto più contenuto, a un tasso di crescita sui dodici mesi dell'1,1 per cento. Le distorsioni legate alla pandemia di tali indicatori stanno diminuendo, dal momento che l'impatto dei provvedimenti adottati dai governi in relazione alle misure di integrazione salariale ha continuato a diminuire.

## Grafico 11

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime rilevazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022.

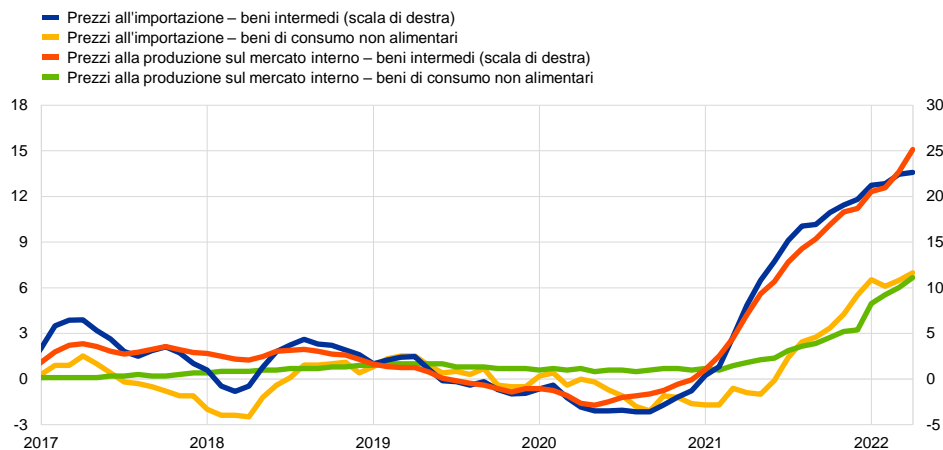
**Le spinte inflazionistiche sui prezzi al consumo dei beni industriali non energetici hanno continuato a intensificarsi ulteriormente in tutti gli stadi della catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 12).** Le pressioni sui costi sono

ulteriormente aumentate fino a toccare nuovi massimi storici a causa delle strozzature di approvvigionamento dal lato dell'offerta e delle quotazioni mondiali delle materie prime, in particolare dell'energia ma anche di alcuni metalli. Considerando gli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi della componente NEIG dello IAPC, ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è salito al 25,1 per cento, in forte aumento dal 22,7 per cento del mese precedente. Anche i prezzi all'importazione dei beni intermedi hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (22,6 per cento ad aprile contro il 22,4 del mese precedente). Le pressioni sui costi degli input caratterizzano in modo più marcato anche gli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi: l'inflazione alla produzione dei beni di consumo non alimentari venduti sul mercato interno è salita dal 6,0 per cento di marzo al 6,7 di aprile, un livello eccezionalmente elevato rispetto al tasso medio annuo dello 0,6 per cento registrato nel periodo dal 2001 al 2019. Anche l'inflazione dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è salita al 7,0 per cento ad aprile, dopo un lieve calo tra febbraio e marzo. Nel complesso, tali andamenti dei prezzi all'importazione e alla produzione dei beni di consumo non alimentari implicano che è probabile che le pressioni inflazionistiche sui beni industriali non energetici dello IAPC si mantengano elevate nel prossimo futuro. Ciò si riflette anche nei dati sulle aspettative sui prezzi di vendita nel settore manifatturiero.

## Grafico 12

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022.

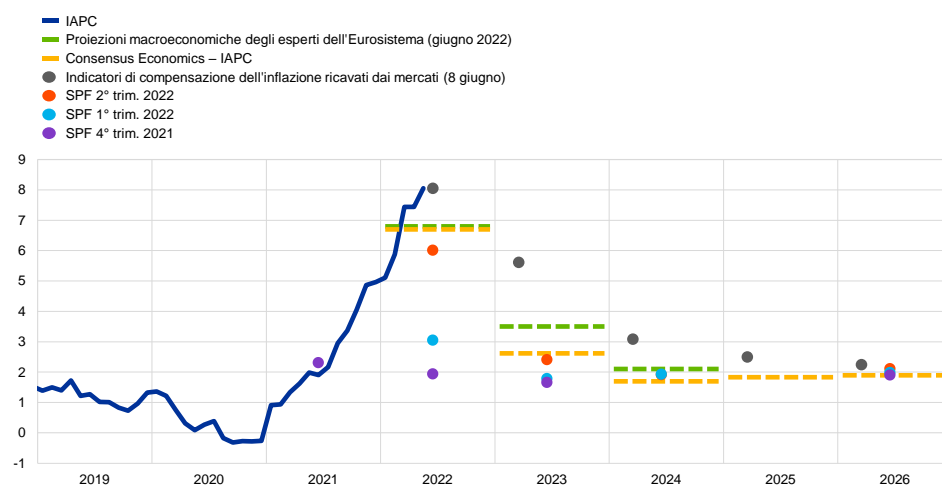
**Le misure di compensazione dell'inflazione dell'area dell'euro basate sui mercati sono aumentate notevolmente nel brevissimo periodo, ma sono lievemente diminuite su orizzonti più lunghi, in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi di vincoli dal lato dell'offerta e dal peggioramento delle prospettive economiche (cfr. il grafico 13).** Attualmente le misure di

compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) indicano che l'inflazione nell'area dell'euro toccherà un valore massimo pari a quasi il 9 per cento nel terzo trimestre del 2022. Tali misure di compensazione dell'inflazione si manterranno in prossimità dell'8 per cento fino alla fine del 2022, con un incremento di circa 3 punti percentuali rispetto a quanto stimato al momento della riunione del Consiglio direttivo di marzo, per poi scendere a livelli lievemente superiori al 2,5 per cento a metà del 2024. Contemporaneamente, le misure a più lungo termine di compensazione dell'inflazione sono nuovamente diminuite lievemente di recente, dopo il forte aumento registrato nella prima metà del periodo in esame. Il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale ha raggiunto temporaneamente il 2,49 per cento agli inizi di maggio, per poi tornare al 2,28 per cento alla fine del periodo considerato. È importante notare che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono un indicatore diretto delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, in quanto contengono premi per il rischio di inflazione volti a compensare l'incertezza a essa relativa. Attualmente si ritiene che tali premi siano positivi e ciò implica che, secondo le stime, le aspettative di inflazione effettive sarebbero inferiori rispetto ai semplici dati relativi alle misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati, e pertanto più prossime all'obiettivo d'inflazione simmetrico del 2 per cento stabilito dalla BCE. Secondo l'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) relativa al secondo trimestre del 2022, le aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2026) sono ulteriormente cresciute, al 2,1 per cento, mentre quelle di Consensus Economics si sono collocate all'1,9 per cento.

### Grafico 13

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema* ed elaborazioni della BCE.  
Note: la serie relativa agli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dal mercato è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni, a un anno su un orizzonte di tre anni e a un anno su un orizzonte di quattro anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono all'8 giugno 2022. L'indagine presso i previsori professionali relativa al secondo trimestre del 2022 è stata condotta tra il 1° e il 4 aprile 2022. I dati di Consensus Economics sono aggiornati ad aprile 2022 per gli anni 2024, 2025 e 2026 e a maggio 2022 per gli anni 2022 e 2023. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 24 maggio 2022.

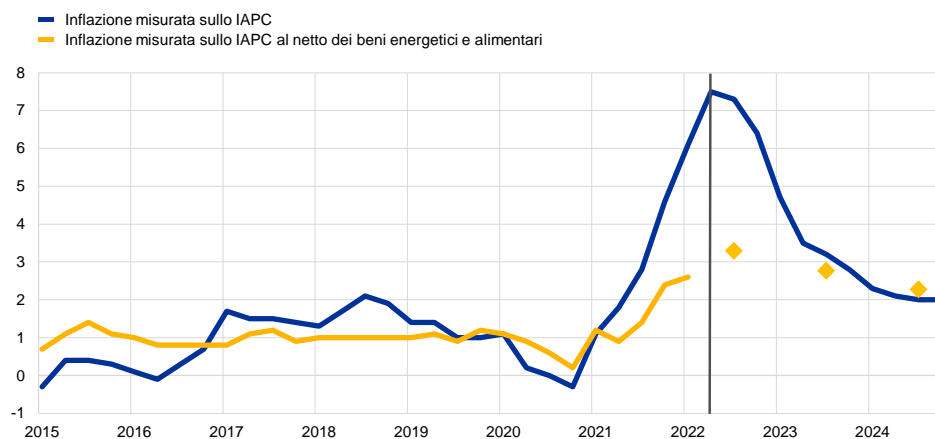
**Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva si manterrà elevata nel breve periodo, per poi scendere al 3,5 per cento nel 2023 e al 2,1 per cento nel 2024.** A seguito dell'impennata dell'inflazione, le prospettive la segnalano come più elevata e persistente, con un'inflazione complessiva che dovrebbe rimanere molto alta nel 2022, collocandosi in media al 6,8 per cento. Ciò riflette gli elevati prezzi del petrolio e del gas, i rincari delle materie prime alimentari che hanno risentito fortemente della guerra in Ucraina, gli effetti legati alla riapertura dell'economia e la carenza di offerta a livello mondiale. In un'ottica di più lungo termine, ci si attende che gli andamenti eccezionali dei prezzi delle materie prime alimentari ed energetiche diminuiscano. Ciò, unitamente alla normalizzazione in atto nella politica monetaria insita nelle previsioni sui tassi di interesse, dovrebbe ridurre l'inflazione complessiva al 3,5 per cento nel 2023 e al 2,1 per cento nel 2024. Anche l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe rimanere elevata nel breve periodo, a causa delle strozzature dal lato dell'offerta, dei costi degli input energetici e degli effetti delle riaperture. Verso la fine dell'orizzonte temporale di proiezione l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari scende a seguito dell'attenuarsi di tali pressioni, ma rimane elevata per effetto di una crescita salariale ben al di sopra della media storica, in un contesto caratterizzato da condizioni tese nei mercati del lavoro, dalla ripresa economica e da alcuni effetti della compensazione per una maggiore inflazione. Rispetto all'esercizio dello scorso marzo condotto dagli esperti dell'Eurosistema, le prospettive di inflazione sono state riviste al rialzo, di 1,7 punti

percentuali per il 2022, di 1,4 punti percentuali per il 2023 e di 0,2 punti percentuali per il 2024.

#### Grafico 14

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022](#).

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2022 (dati reali) e al quarto trimestre del 2024 (proiezioni). I dati utilizzati per le proiezioni sono aggiornati al 24 maggio 2022. I dati storici relativi all'inflazione misurata sullo IAPC e sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari hanno frequenza trimestrale. I dati relativi alle previsioni hanno frequenza trimestrale per l'inflazione misurata sullo IAPC e frequenza annuale per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

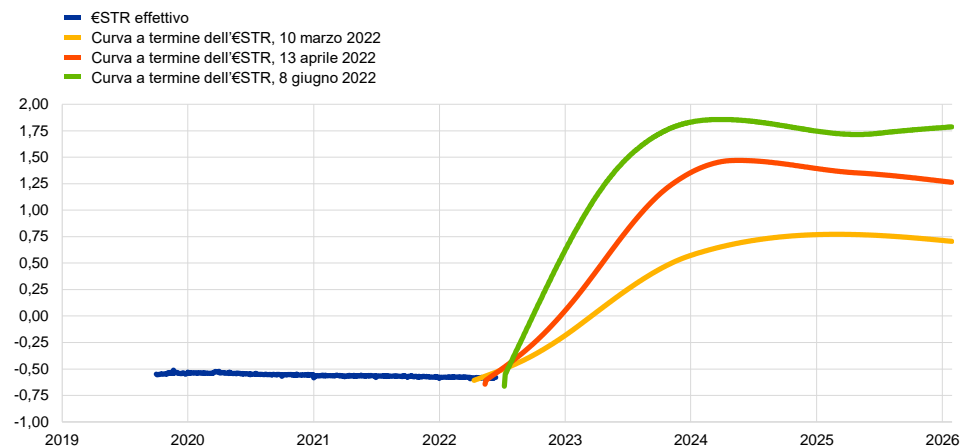
*Nel periodo in esame (dal 10 marzo all'8 giugno 2022), i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati in misura significativa, con gli operatori di mercato che hanno rivisto le proprie aspettative, anticipando un inasprimento più imminente della politica monetaria. Di conseguenza, l'inclinazione della curva a termine dello euro short-term rate (€STR) si è accentuata in misura significativa, con i mercati che stanno scontando il primo aumento di 25 punti base dei tassi di riferimento previsto per la riunione del Consiglio direttivo della BCE di luglio. I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono saliti a livello mondiale, con pressioni inflazionistiche che hanno alimentato aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria; nel contempo, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono generalmente aumentati di concerto con i tassi privi di rischio, sebbene i differenziali si siano ampliati lievemente nei vari paesi. I mercati azionari e obbligazionari societari europei hanno attraversato due fasi distinte, segnando prima una ripresa dalle perdite provocate dalla guerra e poi un indebolimento, scontando aspettative di utili a lungo termine in peggioramento e tassi privi di rischio più elevati. Nel complesso l'euro ha continuato a indebolirsi su base ponderata per l'interscambio, in un contesto caratterizzato da andamenti eterogenei dei tassi di cambio bilaterali.*

**Dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo, i tassi privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati in misura significativa con gli operatori di mercato che hanno rivisto le proprie aspettative anticipando un inasprimento più imminente della politica monetaria e scontando il primo rialzo di 25 punti base previsto per la riunione del Consiglio direttivo di luglio.** L'€STR si è collocato in media a -58 punti base nel periodo in esame e la liquidità in eccesso è aumentata di circa 136 miliardi di euro, raggiungendo i 4.613 miliardi. Nello stesso periodo l'inclinazione della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) basato sul tasso di riferimento €STR si è accentuata dopo la riunione del Consiglio direttivo di aprile (cfr. il grafico 15). La maggiore inclinazione della curva suggerisce che gli operatori di mercato abbiano rivisto le proprie aspettative circa l'orientamento della politica monetaria, considerate le crescenti pressioni inflazionistiche e l'annuncio da parte del Consiglio direttivo di porre fine, nel terzo trimestre, agli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA). Di conseguenza, la data implicita nelle previsioni di mercato per un primo aumento dei tassi di riferimento, pari a 25 punti base, è stata anticipata in misura significativa, a luglio 2022, e per l'anno in corso sono attesi altri tre aumenti di analoga entità.

## Grafico 15

### Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

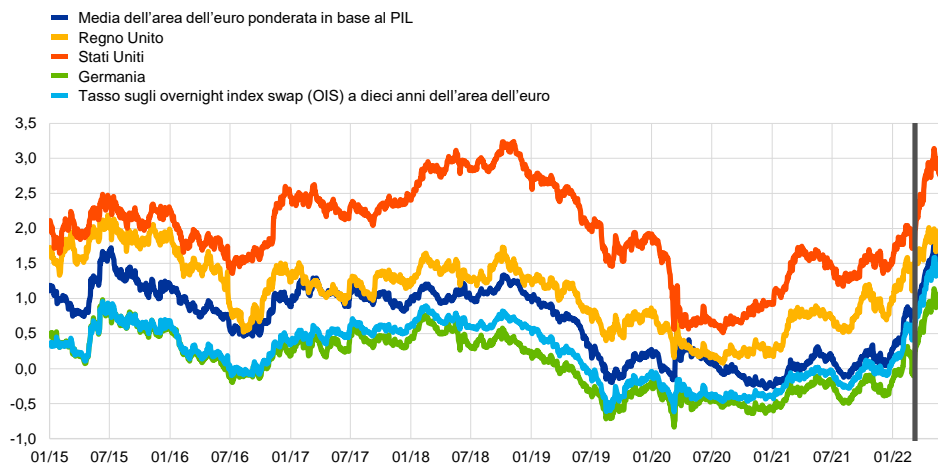
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

**I rendimenti obbligazionari a lungo termine sono aumentati a livello mondiale, con pressioni inflazionistiche che hanno alimentato le aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria (cfr. il grafico 16).** Nel periodo in esame i rendimenti obbligazionari sono saliti a livello mondiale, in previsione degli aumenti dei tassi di riferimento della banca centrale e nonostante i crescenti rischi al ribasso per le prospettive economiche. I rendimenti medi ponderati per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro sono aumentati di 118 punti base, portandosi al 2,05 per cento, un livello che non si osservava dalla metà del 2015. Nonostante un lieve calo agli inizi di maggio, nel periodo in esame i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni sono saliti di 102 punti base, raggiungendo il 3,03 per cento, sostanzialmente in linea con le variazioni dei tassi dell'area dell'euro. Analogamente, i rendimenti dei titoli di Stato decennali del Regno Unito e della Germania sono cresciuti di 72 e 108 punti base, raggiungendo rispettivamente il 2,25 e l'1,36 per cento.

## Grafico 16

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

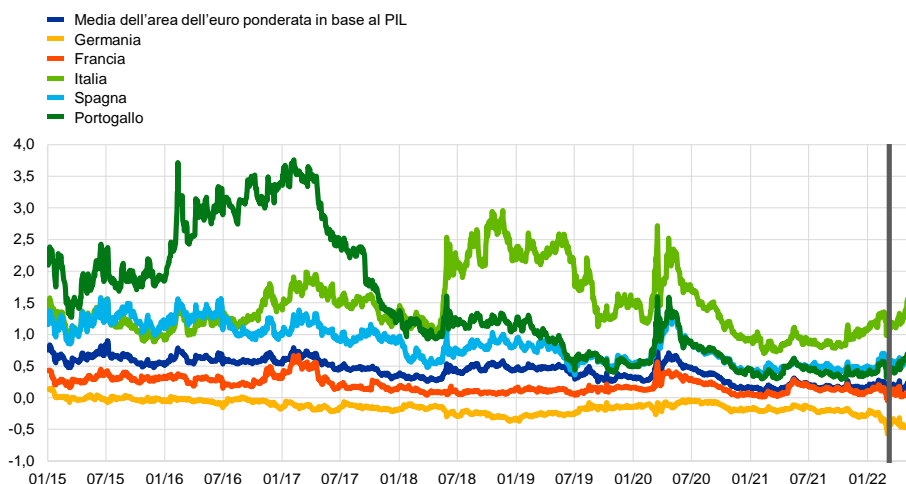
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 marzo 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono all'8 giugno 2022.

**Nel complesso, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono aumentati di concerto con i tassi privi di rischio, sebbene i differenziali si siano ampliati lievemente nei vari paesi (cfr. il grafico 17).** Nel periodo in esame il differenziale tra i rendimenti ponderati per il PIL delle obbligazioni sovrane decennali dell'area dell'euro e il corrispondente tasso OIS è rimasto stabile, con un modesto aumento, pari a 9 punti base. I paesi più indebitati hanno registrato variazioni lievemente maggiori: ad esempio, i differenziali sui titoli di Stato decennali italiani e portoghesi sono aumentati rispettivamente di 44 e 27 punti base nel periodo in esame, mentre il differenziale dei Bund tedeschi a dieci anni è divenuto più negativo di 2 punti base.

### Grafico 17

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 marzo 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono all'8 giugno 2022.

**Nella prima metà del periodo in esame, i differenziali sulle obbligazioni societarie sono diminuiti, favoriti da una maggiore propensione al rischio, ma sono successivamente aumentati, penalizzati dai maggiori rischi al ribasso per le prospettive economiche e da tassi privi di rischio più elevati.** Dopo un forte calo iniziale riconducibile al miglioramento della propensione al rischio, i differenziali sulle obbligazioni societarie nell'area dell'euro si sono notevolmente ampliati a seguito della riunione di aprile del Consiglio direttivo della BCE, con segnali di una crescente differenziazione tra le obbligazioni di tipo investment grade e quelle ad alto rendimento. Nel periodo in esame i differenziali sui rendimenti delle obbligazioni di qualità investment grade delle società non finanziarie sono diminuiti di 2 punti base, raggiungendo 67 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni delle società finanziarie si sono ridotti di 5 punti base. Sono dunque stati raggiunti livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia e, al momento, i differenziali sembrano mostrare una buona capacità di tenuta a fronte dell'attesa normalizzazione della politica monetaria.

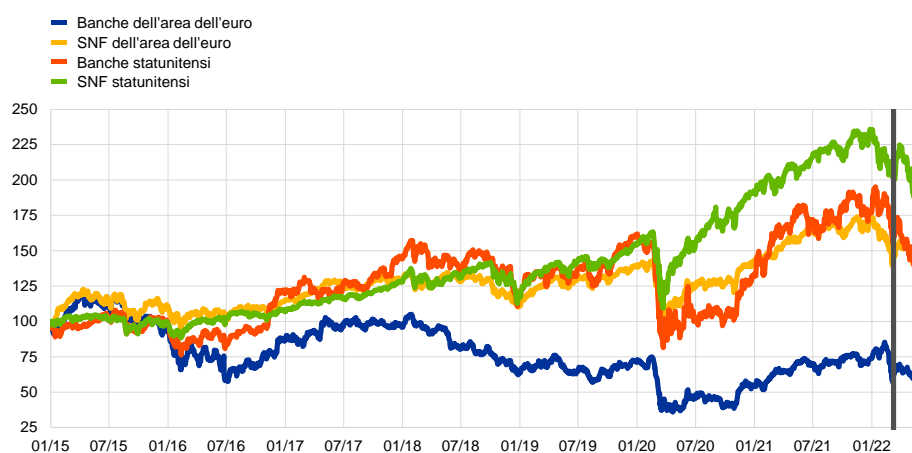
**I mercati azionari europei, sostenuti dal miglioramento del clima di fiducia, hanno dapprima segnato una ripresa dalle perdite indotte dalla guerra, per poi diminuire nella seconda metà del periodo in esame scontando i rischi al ribasso per le prospettive economiche, le aspettative di utili inferiori e tassi privi di rischio più elevati (cfr. il grafico 18).** Dopo un calo connesso all'invasione russa dell'Ucraina, le quotazioni sui mercati azionari europei hanno inizialmente recuperato, favorite dai segnali di un possibile contenimento dell'impatto del conflitto e dall'andamento sorprendentemente positivo degli utili nel primo trimestre dell'anno che hanno rafforzato la propensione al rischio. Nella seconda parte del periodo di riferimento, tuttavia, le quotazioni azionarie sono in parte diminuite a causa di prospettive economiche più pessimistiche riconducibili all'acuirsi dell'incertezza

generata dall'introduzione di nuove misure di chiusura in Cina. Di conseguenza, le attese di crescita degli utili a più lungo termine hanno iniziato a peggiorare, sebbene a partire da livelli elevati. Nel periodo di riferimento le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) e delle banche dell'area dell'euro sono aumentate, rispettivamente, del 4,1 e del 7,1 per cento, nonostante tassi privi di rischio significativamente più alti. Negli Stati Uniti l'ondata di vendite di attività rischiose dovuta a crescenti timori di recessione ha determinato cali delle quotazioni azionarie pari complessivamente al 3,7 per cento per le SNF e al 7,5 per cento per le banche.

### Grafico 18

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

(indice: 1 gennaio 2018 = 100)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

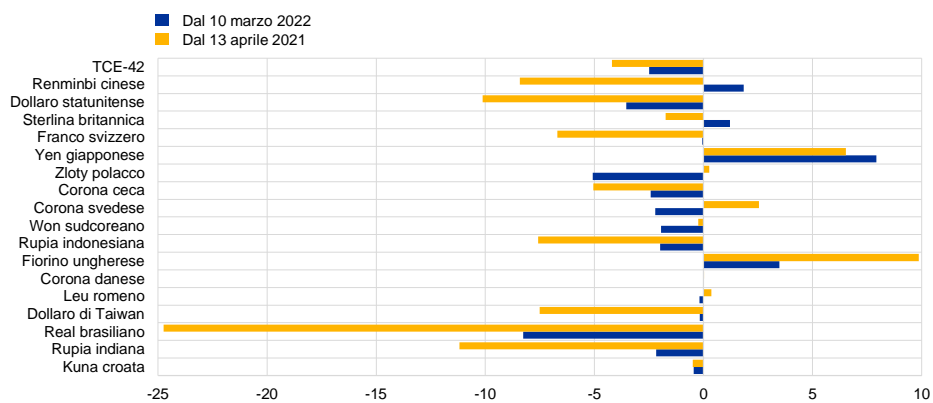
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (10 marzo 2022). Le ultime osservazioni si riferiscono all'8 giugno 2022.

**Sui mercati dei cambi, l'euro ha continuato a deprezzarsi nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio, in un contesto per il resto caratterizzato da andamenti eterogenei dei tassi di cambio bilaterali (cfr. il grafico 19).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito del 2,5 per cento. Ciò ha riflesso un deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense (del 3,5 per cento), in un contesto caratterizzato da aspettative di un ritmo più rapido di inasprimento monetario da parte del Federal Reserve System. L'euro si è anche indebolito nei confronti delle valute di diverse economie emergenti, ma, nel contempo, si è apprezzato rispetto allo yen giapponese (del 7,9 per cento), alla sterlina britannica (dell'1,2 per cento) e al renminbi cinese (dell'1,8 per cento).

## Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-42 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 42 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti l'8 giugno 2022.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*Ad aprile e maggio le condizioni di finanziamento e di concessione del credito bancario hanno continuato a inasprirsi, in un contesto di accresciuta incertezza circa le prospettive economiche e di consolidamento delle aspettative di normalizzazione della politica monetaria. I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno iniziato a riflettere gli incrementi complessivi dei tassi di mercato privi di rischio. Nel periodo in esame il costo del finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato per le imprese è aumentato sensibilmente, mentre il costo del capitale di rischio è diminuito. Il credito alle imprese e alle famiglie resta robusto. Tuttavia, i dati ricavati dalle indagini mostrano che le imprese di ogni dimensione percepiscono un deterioramento delle condizioni di finanziamento. La creazione di moneta ha continuato a normalizzarsi, dal momento che il ritmo dell'accumulo di depositi da parte di imprese e famiglie è diminuito ulteriormente rispetto agli elevati livelli registrati durante la pandemia.*

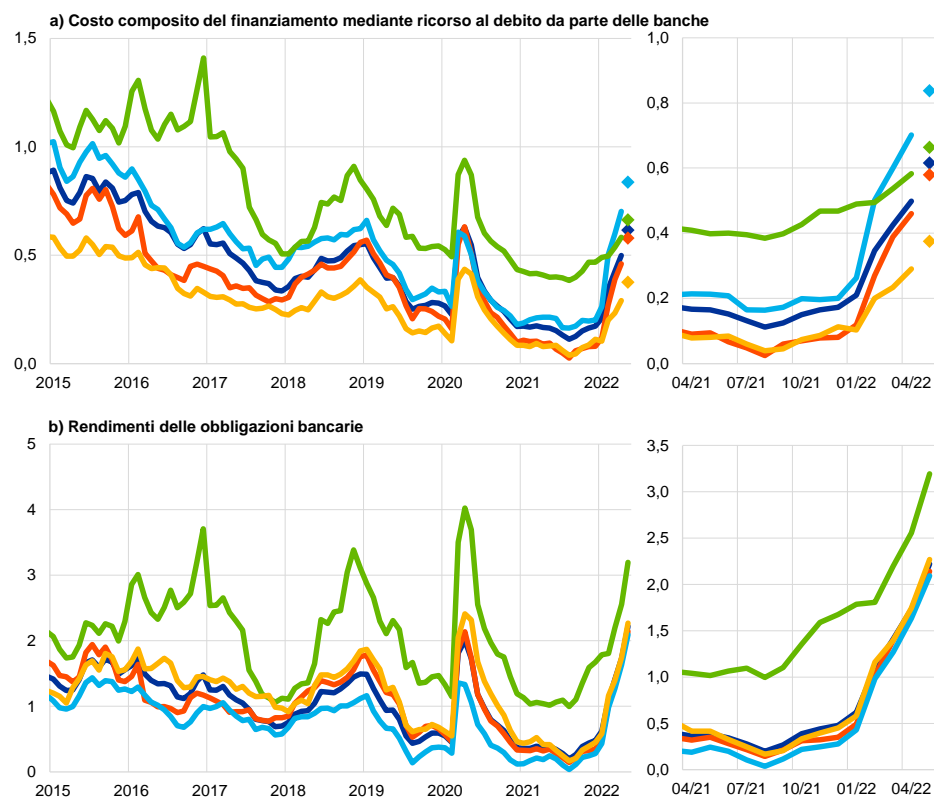
**I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro hanno continuato ad aumentare a fronte del consolidarsi delle aspettative di normalizzazione della politica monetaria.** A maggio, come mostrano le previsioni a brevissimo termine, il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro ha proseguito la tendenza al rialzo iniziata ad agosto 2021 (cfr. il pannello a) del grafico 20). Ciò è riconducibile soprattutto all'incremento dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 20); questi ultimi, a loro volta, hanno rispecchiato l'aumento dei tassi privi di rischio. Tali pressioni al rialzo sui costi complessivi di finanziamento delle banche sono state finora contenute da due fattori. In primo luogo, i tassi sui depositi, che rappresentano un'ampia quota della provvista bancaria dell'area dell'euro, sono rimasti stabili e prossimi ai minimi storici. In secondo luogo, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) hanno fornito alle banche liquidità a condizioni favorevoli. Nondimeno, è probabile che questo effetto di attenuazione si esaurisca nei prossimi trimestri, dato che i tassi sui depositi dovrebbero riflettere in misura crescente l'aumento dei tassi di mercato e che le OMRLT verranno rimborsate.

## Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i tassi compositi sulla provvista bancaria sono una media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni sui depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per le rispettive consistenze in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Gli indicatori a rombo indicano le previsioni a brevissimo termine relative al costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche a maggio 2022, ipotizzando che il costo composito dei depositi e le rispettive consistenze in essere utilizzate come ponderazioni rimangano invariati sui livelli di aprile 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 maggio 2022 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie e ad aprile 2022 per il costo composito dei depositi.

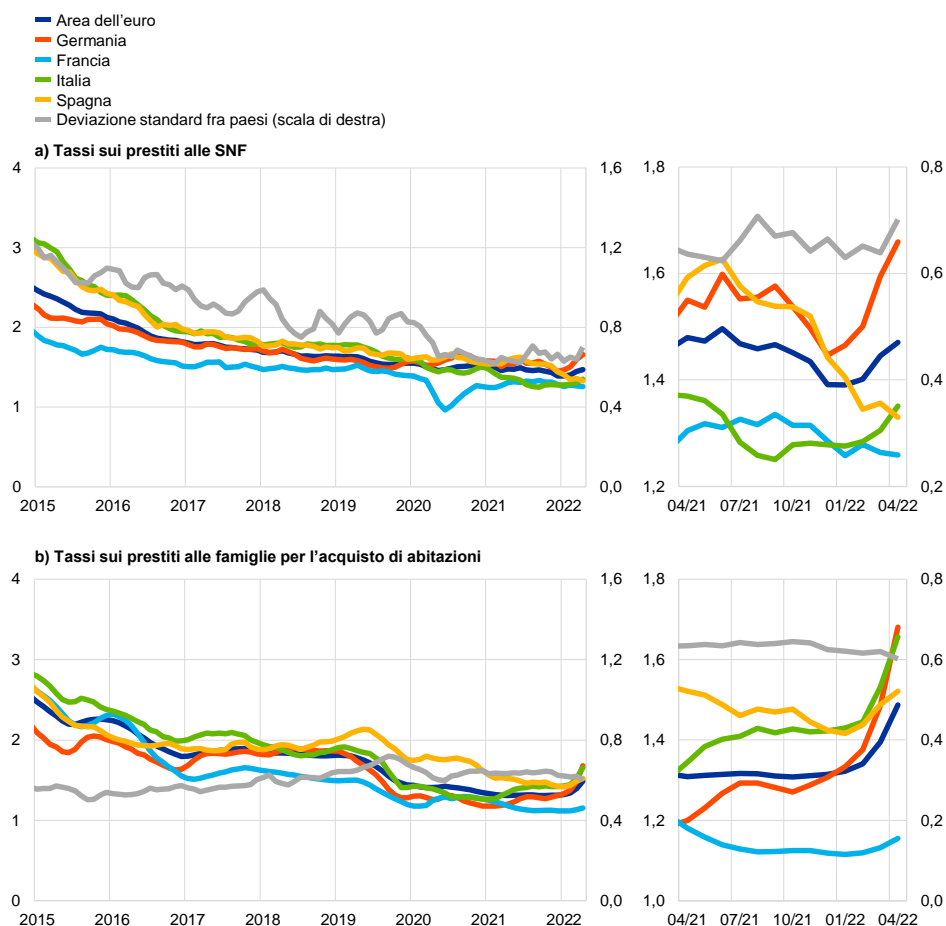
**I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie hanno iniziato a riflettere gli aumenti dei tassi di mercato privi di rischio, pur rimanendo su livelli bassi (cfr. il grafico 21).** Il recente brusco aumento dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro ha iniziato a trasmettersi ai tassi sui prestiti, sebbene le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie restino favorevoli e la dispersione di tali tassi sia contenuta, così come misurata dalla deviazione standard fra paesi (cfr. il grafico 21). Ad aprile il tasso composito sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è aumentato bruscamente di 14 punti base portandosi all'1,61 per cento, mentre il tasso equivalente sui prestiti alle società non finanziarie (SNF) è salito lievemente, all'1,51 per cento. Il differenziale fra i tassi sui prestiti di importo molto modesto e quelli sui prestiti di importo elevato è aumentato notevolmente, raggiungendo i livelli precedenti la pandemia. L'aumento dei tassi sui mutui è stato generalizzato nei maggiori paesi dell'area dell'euro. Le banche stanno anche

inasprendo i criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie, circostanza che segnala un'imminente contrazione dell'offerta di credito che potrebbe coincidere con tassi sui prestiti più elevati nei prossimi mesi. Dopo un lungo periodo durante il quale questi sono rimasti contenuti, i margini tra prestiti e depositi sulle nuove operazioni, definiti come la differenza fra i tassi di interesse medi sui prestiti e quelli medi sui depositi, sono aumentati significativamente. Mentre i margini sulle consistenze in essere sono diminuiti ulteriormente, giacché i prestiti di norma hanno scadenze più lunghe rispetto ai depositi e quindi i prezzi vengono ridefiniti più lentamente, in prospettiva la redditività delle banche dovrebbe essere sostenuta da un contesto di più alti tassi di interesse e da un livello più basso di crediti deteriorati, purché le prospettive economiche restino sufficientemente robuste da evitare un rischio di credito più elevato<sup>2</sup>.

### Grafico 21

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

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



Fonte: BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile 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 ad aprile 2022.

<sup>2</sup> Cfr. anche *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2022.

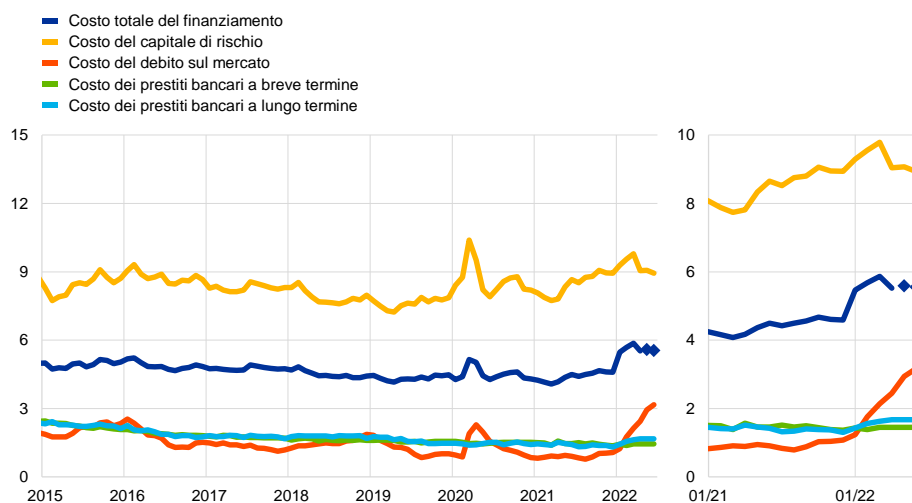
**Tra il 10 marzo e l'8 giugno 2022 il costo dell'emissione di debito sul mercato per le imprese è aumentato considerevolmente, mentre il costo del finanziamento azionario ha registrato un calo.**

L'aumento del costo del debito emesso sul mercato è ascrivibile a un incremento significativo dei tassi privi di rischio, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie sono calati lievemente. La diminuzione del costo del capitale di rischio può essere attribuita a un calo del premio per il rischio azionario, dal momento che l'incertezza implicita nei mercati azionari si è attenuata nonostante il peggioramento delle aspettative di crescita degli utili a lungo termine (cfr. la sezione 4). L'aumento del tasso di sconto ha spinto al rialzo il costo del capitale di rischio, ma non è stato sufficiente a compensare l'effetto frenante del calo del premio per il rischio azionario. Ipotizzando che il costo dei prestiti bancari sia rimasto invariato al livello di aprile, si stima che il costo complessivo del finanziamento esterno sia diminuito, collocandosi al 5,6 per cento l'8 giugno 2022, dal 5,9 per cento del 10 marzo (cfr. il grafico 22). Dall'inizio del 2022, tuttavia, il costo complessivo del finanziamento ha registrato valori significativamente più elevati rispetto ai livelli osservati nel 2020 e nel 2021.

**Grafico 22**

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le SNF è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio, sulla base dei rispettivi importi in essere. Gli indicatori a rombo blu si riferiscono a previsioni a brevissimo termine del costo complessivo del finanziamento per maggio e giugno 2022 (compresi i dati fino all'8 giugno 2022), nell'ipotesi che il costo dei prestiti bancari rimanga invariato al livello di aprile 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono all'8 giugno 2022 per il costo del debito sul mercato (media mensile dei dati giornalieri), al 3 giugno 2022 per il costo del capitale di rischio (dati settimanali) e ad aprile 2022 per il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

**Le imprese hanno inoltre segnalato un inasprimento delle condizioni di finanziamento nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) di aprile 2022.**

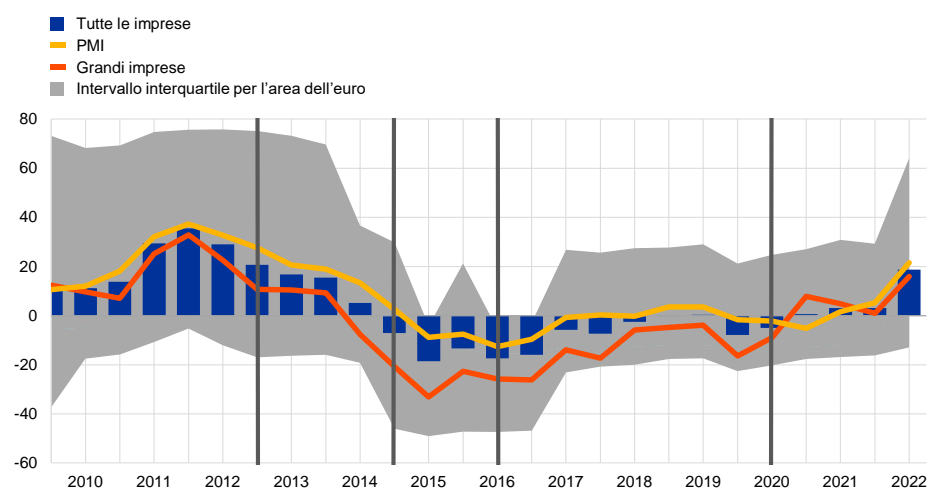
Una percentuale significativamente più elevata di imprese ha segnalato aumenti dei tassi di interesse bancari (il 34 per cento delle imprese, dal 5 per cento della precedente edizione dell'indagine), con andamenti analoghi al variare delle dimensioni e della nazionalità delle imprese. Nel contempo, la percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento degli altri costi di finanziamento (ad esempio oneri, provvigioni e

commissioni) ha continuato ad aumentare, passando dal 29 al 37 per cento, e sono state altresì segnalate richieste di garanzie più stringenti. Le imprese dell'area dell'euro hanno ritenuto che il contesto macroeconomico abbia influito negativamente sulla disponibilità di finanziamento esterno (-29 per cento in termini netti, dall'8 per cento) e hanno avuto la percezione di una maggiore propensione da parte delle banche a erogare credito, ma in misura minore rispetto alla precedente edizione dell'indagine. Un indicatore sintetico del modo in cui le imprese percepiscono le condizioni di finanziamento con cui devono confrontarsi conferma un peggioramento per le imprese di ogni classe dimensionale: circa il 20 per cento sia di quelle di grandi dimensioni sia delle piccole e medie imprese (PMI) ha segnalato un peggioramento di tale indicatore, tenendo conto delle proprie caratteristiche e della propensione a erogare credito da parte delle banche (cfr. il grafico 23)<sup>3</sup>. Percentuali così elevate non si osservavano dalla metà del 2014 e sono in linea con le informazioni disponibili dal settore bancario.

### Grafico 23

#### Le condizioni di finanziamento nella percezione delle imprese dell'area dell'euro

(punteggi ponderati)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) condotta dalla BCE.

Note: l'indicatore è ottenuto tramite analisi fattoriale. Un valore positivo indica un peggioramento delle condizioni di finanziamento alle imprese. Per ulteriori dettagli cfr. il riquadro 3 *Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino. I singoli punteggi sono ponderati per categoria dimensionale, attività economica e paese di origine delle imprese, al fine di riflettere la struttura economica del sottostante gruppo di imprese. I singoli punteggi sono standardizzati in modo da rappresentare un intervallo compreso tra -1 e 1 e sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi ponderati in percentuale. La prima linea verticale grigia indica l'annuncio delle operazioni definitive monetarie (Outright Monetary Transactions, OMT); la seconda individua l'avvio della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e della politica dei tassi di interesse negativi della BCE; la terza indica l'avvio delle OMRLT-II e del programma di acquisto di attività del settore societario; l'ultima linea verticale grigia corrisponde all'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica e delle OMRLT-III, in coincidenza con l'inizio della pandemia di COVID-19. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo da ottobre 2021 a marzo 2022.

**Al tempo stesso, le imprese dell'area dell'euro prevedono un calo dell'accesso al finanziamento esterno, soprattutto per quanto riguarda i prestiti concessi dalle banche.** In particolare, la previsione delle imprese è di un deterioramento

<sup>3</sup> L'indicatore è una delle tre componenti principali ricavate da un'analisi fattoriale che utilizza le risposte fornite dalle imprese nell'ambito di indagini effettuate a partire dal 2009 ed è interpretato come relativo ai termini e alle condizioni di prezzo sui prestiti, mentre le altre due componenti riguardano la posizione finanziaria delle imprese (in termini di utili e fatturato) e i termini e le condizioni non inerenti al prezzo (requisiti in termini di collaterale e altre garanzie). Per una descrizione più dettagliata dell'indicatore cfr. il riquadro 3 *Le condizioni di finanziamento secondo le imprese dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

dell'accesso ai prestiti bancari e alle linee di credito (-15 e -10 per cento rispettivamente) nel periodo compreso tra aprile e settembre 2022. L'aspettativa di un peggioramento è stata comune alla maggior parte dei paesi e delle classi dimensionali di impresa. In questa edizione dell'indagine, una significativa percentuale netta di imprese dell'area dell'euro ha segnalato che le variazioni delle prospettive economiche generali hanno avuto un impatto negativo sull'accesso al finanziamento (in termini netti, -29 per cento, dall'8 per cento), con un impatto negativo analogo tra le PMI e le grandi imprese, sebbene la disponibilità di fondi esterni abbia continuato ad aumentare, seppur a un ritmo più lento. Nel complesso, il lieve miglioramento dell'accesso delle imprese a fondi esterni ha sostanzialmente compensato il moderato incremento delle loro esigenze di finanziamento, per cui il fabbisogno di finanziamento esterno, ossia la differenza tra la variazione della domanda di fondi esterni e quella dell'offerta, ha raggiunto l'1 per cento (dal -4 per cento della precedente rilevazione).

**Ad aprile 2022 la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF e alle famiglie è rimasta robusta.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie è salito al 5,2 per cento ad aprile, a fronte del 4,1 di marzo e del 4,6 di febbraio (cfr. il pannello a) del grafico 24). Il recente aumento dei prestiti alle imprese riflette in larga misura un effetto base. I prestiti a più breve termine hanno fornito un contributo notevole, data la persistenza di strozzature lungo le catene di approvvigionamento e di maggiori costi degli input, entrambi fattori che concorrono a un maggiore fabbisogno di capitale circolante da parte delle imprese. Per contro, i prestiti a più lungo termine hanno fornito un contributo minore, perché l'incertezza prevalente grava sulla necessità delle imprese di finanziare gli investimenti fissi. Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è rimasto invariato al 4,5 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 24), sostenuto dal vigore dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre la dinamica del credito al consumo è rimasta sostenuta nonostante il calo della fiducia dei consumatori. Come indicato dall'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE, ciò potrebbe essere collegato alle attese delle famiglie di un accesso più restrittivo al credito e di maggiori costi di indebitamento in termini nominali il prossimo anno. Gli andamenti aggregati a livello dell'area dell'euro celano le crescenti differenze tra i singoli paesi, riflettendo, tra l'altro, l'impatto disomogeneo della pandemia e il fatto che i paesi hanno compiuto progressi diversi in termini di ripresa economica<sup>4</sup>.

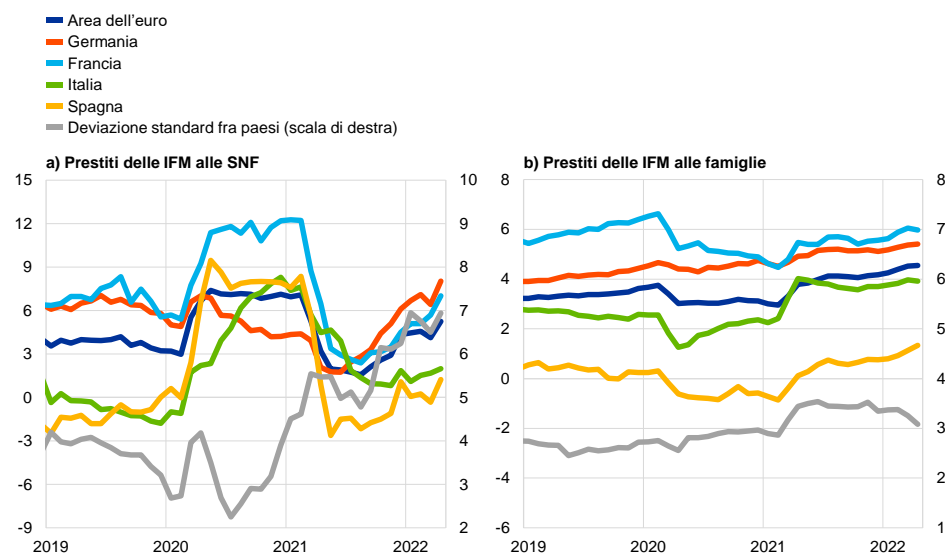
---

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro 3 [L'impatto economico eterogeneo della pandemia nei paesi dell'area dell'euro](#) nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

## Grafico 24

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazione standard)



Fonte: BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (monetary financial institutions, MFI) 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 ad aprile 2022.

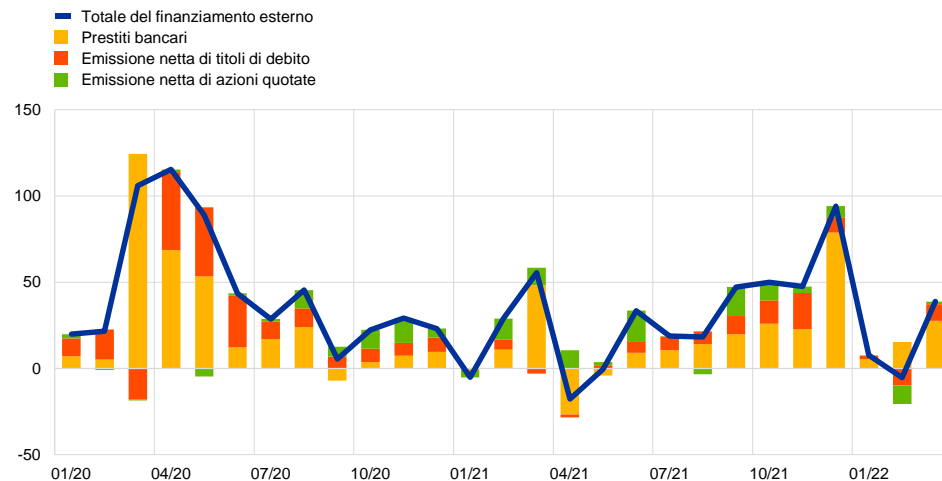
### I volumi complessivi del finanziamento esterno delle imprese sono diminuiti nel primo trimestre del 2022.

Il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno è sceso dal 2,9 per cento di gennaio al 2,5 di marzo, nonostante il maggiore fabbisogno di finanziamento delle imprese e il costo ancora contenuto del finanziamento mediante ricorso al debito. Il calo è stato particolarmente evidente nei primi due mesi dell'anno, dopo gli elevati flussi registrati alla fine del 2021 (cfr. il grafico 25). A marzo i flussi di finanziamento esterno sono stati sostenuti dall'aumento dei volumi di prestiti bancari alle imprese, a fronte di più elevati costi degli input, e dalla spesa per capitale circolante, legata al persistere di strozzature dal lato dell'offerta. Inoltre, mentre le emissioni nette di titoli di debito hanno segnato una ripresa verso la fine del trimestre, l'aumento del costo relativo del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato ha indotto le imprese a sostituire l'emissione di titoli di debito con i prestiti bancari. L'emissione di azioni quotate è stata modesta nel primo trimestre, frenata da operazioni di riacquisto di azioni di entità inusuale e dal più elevato costo del finanziamento azionario rispetto ad altri strumenti di finanziamento.

## Grafico 25

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

(flussi mensili in miliardi di euro)



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

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

**Il ritmo di accumulo dei depositi da parte di imprese e famiglie è diminuito ulteriormente rispetto ai livelli elevati registrati durante la pandemia (cfr. il grafico 26).** Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista ha continuato a diminuire, collocandosi all'8,2 per cento dall'8,7 di marzo.

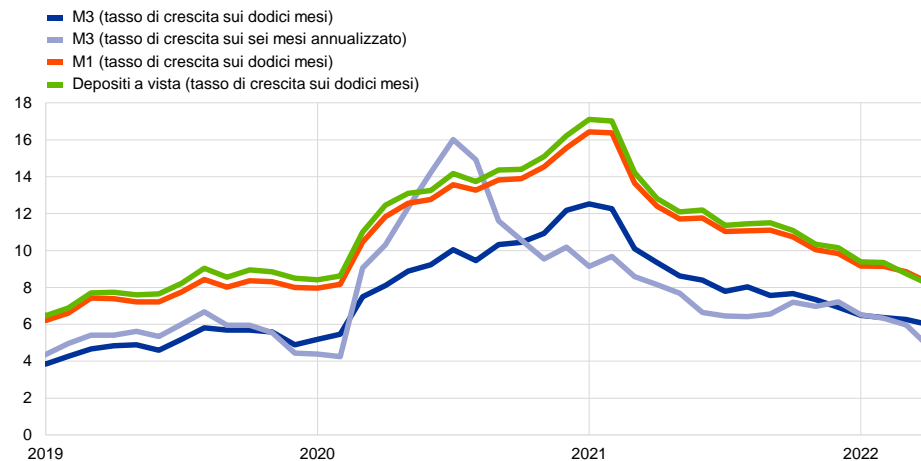
Il rallentamento è stato osservato per i depositi a vista sia delle imprese sia delle famiglie, in quanto i rincari dei beni alimentari ed energetici hanno ridotto le riserve di liquidità delle imprese e limitato la capacità delle famiglie di accumulare risparmi. Allo stesso tempo, la dinamica dei depositi continua a essere influenzata dalla maggiore incertezza collegata all'impatto economico della guerra in Ucraina. Come evidenziato dall'insorgere della pandemia, le imprese e le famiglie reagiscono a una maggiore incertezza modificando le loro preferenze in termini di liquidità, il che implica notevoli afflussi nei depositi a vista<sup>5</sup>. La crescita dei depositi di imprese e famiglie continua a variare da un paese all'altro, a causa delle differenze nel loro fabbisogno di liquidità e nelle misure di sostegno di bilancio adottate a livello nazionale.

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 4 *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: un aggiornamento* nel numero 5/2021 di questo Bollettino.

## Grafico 26

### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022.

**La crescita dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato a riportarsi verso la sua media di lungo periodo.** Ad aprile il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è sceso al 6,0 per cento, dal 6,3 di marzo, portando così il tasso di crescita (sui sei mesi, annualizzato) al di sotto della sua media di lungo periodo per la prima volta dall'insorgere della pandemia (cfr. il grafico 26). Dal lato delle componenti, l'aggregato ristretto M1 ha continuato a essere la principale determinante della crescita di M3, riflettendo la forte crescita dei depositi a vista. Dal lato delle contropartite, il credito al settore privato ha seguito a fornire il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, giacché sono venuti meno i contributi di altre componenti. Il contributo degli acquisti netti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema nell'ambito del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica è diminuito con il graduale venir meno degli acquisti previsti da tali programmi. Nel contempo, la creazione di moneta è frenata dai maggiori deflussi monetari netti verso il resto del mondo, che riflettono in larga misura l'impatto negativo dei rincari dell'energia sul saldo commerciale dell'area dell'euro.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

*Il saldo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe migliorare stabilmente nel periodo fino al 2024, benché in misura significativamente inferiore rispetto a quanto prospettato dagli esperti della BCE nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2022 e malgrado i risultati migliori del previsto registrati nel 2021. Tali prospettive più sfavorevoli sono dovute al peggioramento del ciclo economico, all'aumento della spesa per interessi attesa e a un incremento della spesa pubblica discrezionale. Il sostegno di bilancio è stato mirato in particolare a contrastare l'aumento del costo della vita per i consumatori, ma anche a finanziare la capacità di difesa e ad assistere i rifugiati in fuga dalla guerra mossa dalla Russia all'Ucraina. Ciononostante, secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a scendere, dal 5,1 per cento del PIL nel 2021 al 3,8 nel 2022 e poi ancora al 2,4 entro la fine dell'orizzonte di previsione. Dopo il forte allentamento osservato durante la crisi legata al coronavirus (COVID-19) nel 2020, l'orientamento delle politiche di bilancio si è inasprito lo scorso anno e dovrebbe proseguire gradualmente in tale direzione nel 2022 e nel 2023. Il lieve inasprimento previsto per il 2022 è principalmente dovuto alla revoca di gran parte del sostegno per l'emergenza pandemica da COVID-19, che sarà solo in parte compensato da interventi di stimolo aggiuntivi tesi a far fronte allo shock ai prezzi dell'energia e da altre voci di spesa collegate alla guerra russo-ucraina. Tale irrigidimento delle politiche di bilancio dovrebbe risultare un po' più marcato nel 2023, quando verranno presumibilmente meno molte delle recenti misure di sostegno volte a compensare l'impatto degli elevati prezzi dei beni energetici. Nel 2024 ci si attende un orientamento più neutro, anche se si prevede che il sostegno di bilancio all'economia continuerà a essere significativo rispetto al periodo antecedente la pandemia. In un contesto caratterizzato da maggiore incertezza e rischi al ribasso per le prospettive economiche alla luce della guerra in Ucraina, nonché dagli aumenti dei prezzi dell'energia e dalle perduranti turbative lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione europea ha raccomandato una proroga del ricorso alla clausola generale di salvaguardia del Patto di stabilità e crescita (PSC) fino alla fine del 2023. Ciò consentirebbe un adeguamento delle politiche di bilancio al mutare delle circostanze, se necessario. Al tempo stesso, poiché gli squilibri nelle finanze pubbliche continuano a superare i livelli antecedenti la pandemia e l'inflazione è eccezionalmente elevata, la politica di bilancio deve essere sempre più selettiva e mirata per non acuire le pressioni inflazionistiche nel medio termine, assicurando al tempo stesso la sostenibilità dei conti pubblici nel medio periodo.*

**Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2022 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe continuare a migliorare nell'orizzonte di previsione<sup>6</sup>.**

Il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro è sceso al 5,1 per cento nel 2021, dopo aver toccato un livello senza precedenti pari al

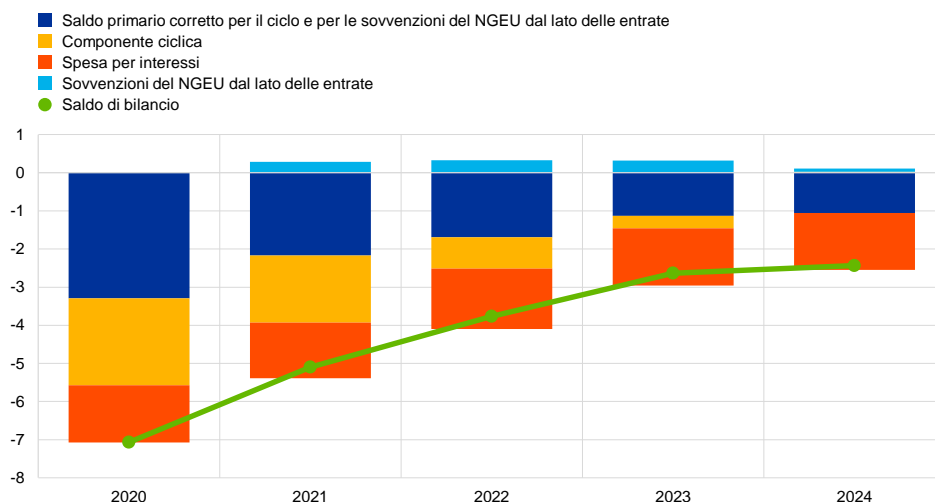
<sup>6</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2022](#) pubblicate sul sito internet della BCE il 9 giugno 2022.

7,1 per cento nel 2020. Nel 2022 esso dovrebbe diminuire ulteriormente, raggiungendo il 3,8 per cento e poi, rispettivamente, il 2,6 e il 2,4 per cento nel 2023 e 2024 (cfr. il grafico 27). Dopo l'introduzione delle misure di risposta alla pandemia di COVID-19, pari a circa il 3,9 per cento del PIL nel 2020, si stima che il sostegno erogato per far fronte alla crisi e per agevolare la ripresa sia aumentato fino a circa il 4,2 per cento del PIL nel 2021. Ciò riflette il fatto che i governi hanno prorogato i provvedimenti di emergenza, ampliandone gradualmente la portata e/o adottandone di nuovi al fine di sostenere la ripresa, tra cui quelli indicati dai vari paesi nei rispettivi piani nazionali di ripresa e resilienza previsti dal programma Next Generation EU<sup>7</sup>. L'ampia componente ciclica avversa, che ha contribuito al forte aumento del disavanzo osservato nel 2020, è stata di entità moderatamente più contenuta nel 2021. A partire dal 2022, il costante miglioramento del saldo di bilancio dovrebbe essere trainato principalmente dal ciclo economico, ma anche da un più elevato saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, poiché gran parte delle misure di emergenza stanno venendo meno e i nuovi provvedimenti hanno una portata minore. Si prevede che, nell'intero orizzonte di previsione, la spesa per interessi fornirà un contributo significativamente maggiore al saldo di bilancio rispetto a quanto atteso in precedenza. Tuttavia, la spesa per interessi in rapporto al PIL rimarrà sostanzialmente in linea con quanto osservato tra il 2019 e il 2021. Ciò riflette il fatto che, sebbene i tassi di interesse sulle nuove emissioni di debito sovrano siano aumentati in misura considerevole, essi sono prossimi al tasso di interesse medio corrisposto sullo stock di debito esistente.

## Grafico 27

### Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

<sup>7</sup> Le sovvenzioni dello strumento Next Generation EU ammontano, in media, a circa lo 0,5 per cento del PIL nell'orizzonte di proiezione e diminuiranno gradualmente dopo il 2023. Accompanate da un importo limitato di prestiti, esse dovrebbero finanziare una quota della spesa di bilancio pari al 2,7 per cento del PIL. Gli andamenti della finanza pubblica descritti nella presente sezione non includono il disavanzo e il debito sovranazionali europei derivanti dai trasferimenti a titolo del Next Generation EU.

**L'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro si è notevolmente inasprito nel 2021, ma l'entità di tale inasprimento dovrebbe essere più contenuta nel 2022, alla luce delle misure via via adottate dai governi in risposta agli effetti della guerra russo-ucraina**<sup>8</sup>. L'inasprimento dell'intonazione

delle politiche di bilancio corretta per le sovvenzioni del Next Generation EU nel 2021 riflette per lo più fattori non discrezionali, mentre le misure discrezionali di bilancio hanno continuato a sostenere l'economia. Nel 2022 tale orientamento dovrebbe inasprirsi leggermente, soprattutto perché si continuerà a revocare gran parte del sostegno di emergenza offerto durante la pandemia, che sarà solo parzialmente compensato da ulteriori interventi espansivi. Tali interventi hanno lo scopo di contrastare l'aumento del costo della vita per i consumatori, ma anche di finanziare la capacità di difesa e di assistere i rifugiati che fuggono dalla guerra in Ucraina. L'irrigidimento della politica di bilancio dovrebbe proseguire nel 2023, quando si prevede che la maggior parte di queste misure sarà venuta meno. Al termine dell'orizzonte di previsione, l'intonazione di bilancio dovrebbe essere sostanzialmente neutra, anche se permarranno in vigore significativi provvedimenti di sostegno all'economia<sup>9</sup>.

**Malgrado una congiuntura migliore del previsto nel 2021, il saldo di bilancio nell'area dell'euro è stato rivisto al ribasso per l'intero orizzonte di previsione.**

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2022 dagli esperti della BCE, nel 2021 il rapporto tra saldo di bilancio e PIL nell'area dell'euro è stato di 0,4 punti percentuali più elevato del previsto, principalmente per via di entrate superiori a quelle stimate dalle proiezioni. Malgrado tale effetto base positivo, il saldo di bilancio è stato rivisto al ribasso di 0,7, 0,5 e 0,4 punti percentuali in ragione d'anno rispettivamente per il 2022, il 2023 e il 2024. In termini cumulati, nell'orizzonte di previsione tali revisioni al ribasso sono principalmente dovute a un deterioramento della componente ciclica e a una spesa per interessi considerevolmente più elevata, ma anche ulteriori misure discrezionali di stimolo contribuiscono a una correzione al ribasso del saldo primario pari a 0,3 punti percentuali nel 2022<sup>10</sup>.

**Dopo il netto aumento registrato nel 2020, il rapporto fra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro è diminuito leggermente nel 2021 e dovrebbe scendere lentamente a poco meno del 90 per cento entro il 2024, ben al di sopra del livello pre-crisi.** Dopo un aumento del rapporto fra debito pubblico e PIL pari a circa

<sup>8</sup> L'orientamento di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto dell'assistenza pubblica a sostegno del settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate derivanti dalle 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 sul concetto di orientamento della politica 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.

<sup>9</sup> L'orientamento delle politiche di bilancio in termini aggregati per l'area dell'euro è stato pari a -4,0 punti percentuali del PIL nel 2020 e si stima che sia stato di +1,0 punti percentuali del PIL nel 2021. Esso dovrebbe attestarsi a +0,2 +0,6 e +0,1 punti percentuali del PIL, rispettivamente, nel 2022, nel 2023 e nel 2024, al netto delle correzioni dal lato delle entrate legate alle sovvenzioni del Next Generation EU. Rispetto all'esercizio di marzo 2022, esso è stato rivisto al ribasso di 0,8 e al rialzo di 0,3 punti percentuali, rispettivamente, per il 2022 e il 2023.

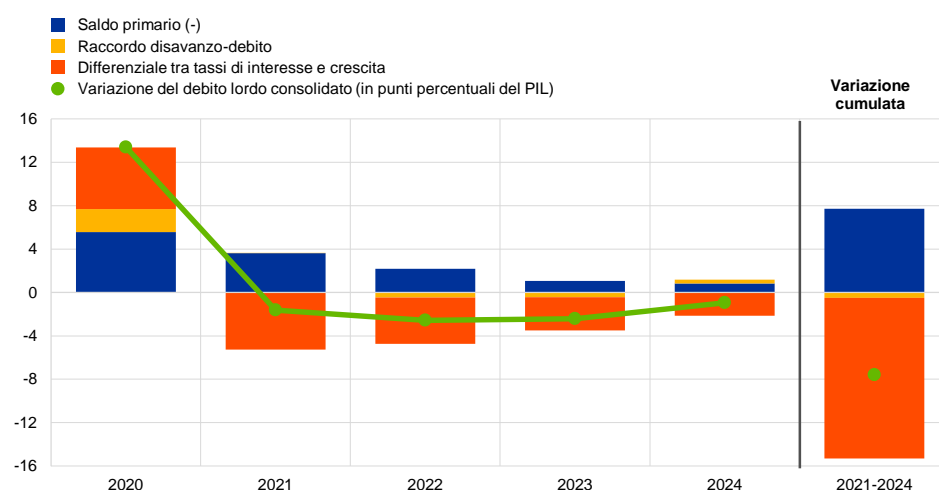
<sup>10</sup> Si stima che nel 2022 il sostegno pubblico aggiuntivo volto a compensare i rincari dell'energia e altre voci di spesa rese necessarie a seguito dello scoppio della guerra in Ucraina ammontino allo 0,9 per cento del PIL.

13 punti percentuali nel 2020, quando ha toccato il 97 per cento, si stima che nel 2021 il disavanzo primario, ancora elevato, ma in calo, sia stato più che compensato dal rilevante contributo alla riduzione del debito fornito dal differenziale favorevole fra tassi di interesse e crescita. Nel periodo 2022-2024 il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe continuare a diminuire in maniera lenta ma costante, man mano che i disavanzi primari, con effetti di incremento del debito, saranno bilanciati dai contributi ancora favorevoli derivanti dai differenziali tra tassi di interesse e crescita e, in misura limitata nei primi due anni, dai raccordi disavanzo-debito (cfr. il grafico 28). Pertanto, alla fine dell'orizzonte di proiezione, nel 2024, il rapporto tra debito e PIL dovrebbe stabilizzarsi appena al di sotto del 90 per cento, cioè 12 punti percentuali sopra il livello toccato nel 2019, prima della crisi.

### Grafico 28

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a giugno 2022.  
Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro.

#### Le proiezioni e le relative ipotesi di base in materia di conti pubblici

**continuano a essere caratterizzate da un elevato grado di incertezza, dovuto soprattutto alla guerra in Ucraina.** Per quanto riguarda le ipotesi sui conti pubblici,

i rischi per l'attuale scenario di base derivano dallo stimolo di bilancio aggiuntivo per il breve periodo. Si valuta che tali rischi siano concentrati nel 2022 nonché legati a ulteriori provvedimenti di compensazione energetica e ad altre voci di spesa rese necessarie dalle conseguenze della guerra, mentre i rischi per gli andamenti di finanza pubblica nel restante periodo dell'orizzonte di previsione sono ritenuti sostanzialmente bilanciati.

#### Misure di bilancio mirate e temporanee tutelano coloro che subiscono

**maggiormente i rincari dell'energia pur limitando il rischio di aumentare le pressioni inflazionistiche.** In un contesto contraddistinto da maggiore incertezza e

rischi al ribasso per le prospettive economiche a causa del conflitto russo-ucraino, dei rincari dei beni energetici e del protrarsi delle turbative lungo le catene di approvvigionamento, il 23 maggio 2022 la Commissione ha raccomandato di prorogare il ricorso alla clausola generale di salvaguardia del PSC alla fine del

2023<sup>11</sup>. Ciò consentirebbe alle politiche di bilancio di adeguarsi, se necessario, al mutare delle circostanze. Nel medio periodo, un deciso riorientamento verso una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita e riforme strutturali capaci di incrementare il potenziale di sviluppo delle economie dell'area dell'euro creerebbero margini di manovra aggiuntivi, laddove necessari, contribuendo anche a ridurre gli squilibri di bilancio.

---

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

# Riquadri

## 1 L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro

a cura di Jakob Feveile Adolfsen, Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis e Tobias Schuler

**La guerra in Ucraina ha determinato un brusco aumento dei prezzi dell'energia e una notevole volatilità nei relativi mercati.** In un contesto caratterizzato da timori di interruzioni nell'offerta di energia e da sanzioni sempre più rigorose nei confronti del settore energetico russo, i prezzi hanno subito oscillazioni, in particolare nel momento in cui i mercati hanno cercato di valutare le potenziali implicazioni per le forniture mondiali di energia. Data la loro forte dipendenza dall'offerta russa prima dell'invasione, i mercati energetici dell'area dell'euro sono stati particolarmente colpiti. Il presente riquadro fornisce una panoramica dell'impatto che la guerra in Ucraina ha avuto finora sui suddetti mercati, delinea il ruolo della Russia nella fornitura di energia nell'area dell'euro ed esamina le misure che hanno influenzato i prezzi. In tale contesto, analizza anche le implicazioni per i prezzi delle materie prime energetiche e per i prezzi al consumo nell'area.

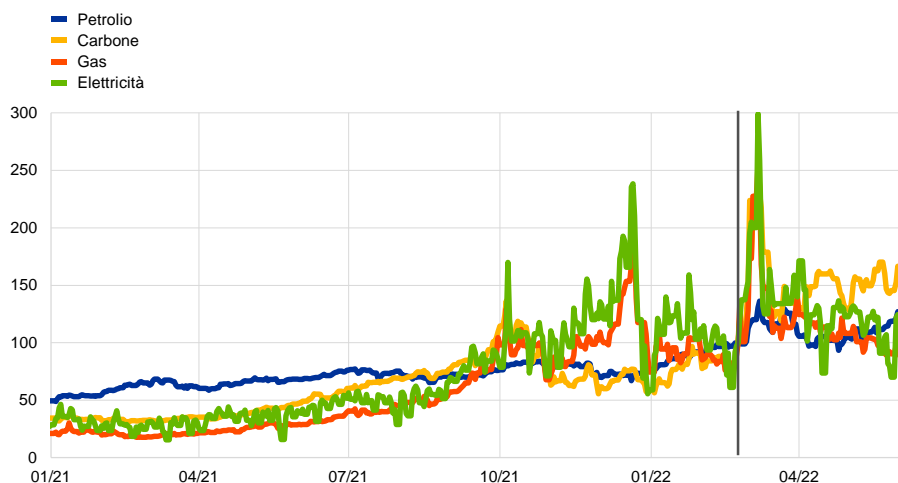
**I prezzi di petrolio, carbone e gas hanno registrato un'impennata subito dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e da allora si sono mantenuti volatili.** La volatilità dei prezzi delle materie prime energetiche ha iniziato a crescere a dicembre 2021, quando si sono intensificati i segnali di una potenziale invasione russa dell'Ucraina. Nelle prime due settimane dopo l'invasione i prezzi di petrolio, carbone e gas sono aumentati rispettivamente del 40, del 130 e del 180 per cento circa (cfr. il grafico A). I prezzi del gas hanno sospinto verso l'alto anche i prezzi all'ingrosso dell'elettricità nell'area dell'euro. Da allora i prezzi delle materie prime energetiche hanno subito una moderazione: quelli di petrolio e carbone si sono collocati al di sopra dei livelli precedenti l'invasione rispettivamente del 27 e del 50 per cento, mentre i prezzi del gas si sono mantenuti inferiori dell'11 per cento rispetto al periodo precedente l'invasione. Di recente i corsi petroliferi hanno ripreso ad aumentare, di riflesso all'accordo dell'UE di vietare gran parte delle importazioni di greggio dalla Russia e alla maggiore domanda mondiale di petrolio dovuta all'allentamento delle restrizioni legate al COVID-19 da parte della Cina. I prezzi all'ingrosso dell'elettricità sono aumentati dell'8 per cento rispetto a prima dell'invasione ma sono rimasti molto volatili, influenzati in particolare dalle misure di politica economica adottate in risposta ai rincari.

## Grafico A

### Prezzi dell'energia prima e dopo l'invasione dell'Ucraina

#### Prezzi dei beni energetici

(indice: 23 febbraio 2022 = 100)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i prezzi del petrolio sono quelli del greggio di qualità Brent, i prezzi del gas sono quelli giornalieri del Title Transfer Facility nei Paesi Bassi e i prezzi del carbone sono quelli del Rotterdam Coal Futures. I prezzi del mercato all'ingrosso dell'elettricità per l'area dell'euro sono stati calcolati come media ponderata dei prezzi osservati nei cinque mercati principali (utilizzando come ponderazione la produzione netta di energia elettrica). La linea verticale indica l'inizio dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia. Le ultime osservazioni si riferiscono al 7 giugno 2022.

#### **Le tensioni riguardanti le forniture di energia dalla Russia possono trasmettersi all'area dell'euro mediante i prezzi sui mercati internazionali e gli approvvigionamenti diretti.**

Nel 2019 la produzione energetica russa ha rappresentato il 12 per cento dell'offerta mondiale di petrolio, il 5 per cento di quella di carbone e il 16 per cento di quella di gas. Nel 2021 la Russia è stata il principale fornitore di materie prime energetiche all'area dell'euro, rappresentando il 23 per cento delle importazioni totali di energia (cfr. il pannello a) del grafico B). Nel 2020 rispettivamente il 23 e il 43 per cento delle importazioni di greggio e di carbone dell'area dell'euro, pari al 9 e al 2 per cento del consumo primario di energia dell'area, erano riconducibili alla Russia. Tuttavia, l'area dell'euro dipende da quest'ultima in particolare per le importazioni di gas naturale, che nel 2020 hanno rappresentato il 35 per cento delle importazioni di gas e l'11 per cento del consumo primario di energia dell'area (cfr. il pannello b) del grafico B)<sup>1</sup>. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro, la Germania e l'Italia presentano il più elevato livello di dipendenza dal gas russo. Il grado di sostituibilità di tali fonti energetiche è rilevante ai fini di qualsiasi analisi delle implicazioni economiche della guerra per i prezzi dell'energia e per le forniture dell'area.

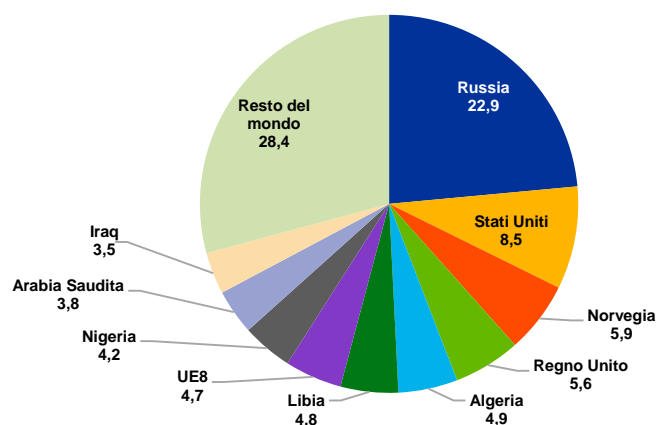
<sup>1</sup> Il gas naturale è la seconda risorsa energetica primaria più importante nell'area dell'euro, dopo i prodotti derivati dal petrolio (cfr. il riquadro 7 [La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro](#) nel numero 1/2022 di questo Bollettino).

## Grafico B

### Quota di importazioni di energia e gas dalla Russia nell'area dell'euro

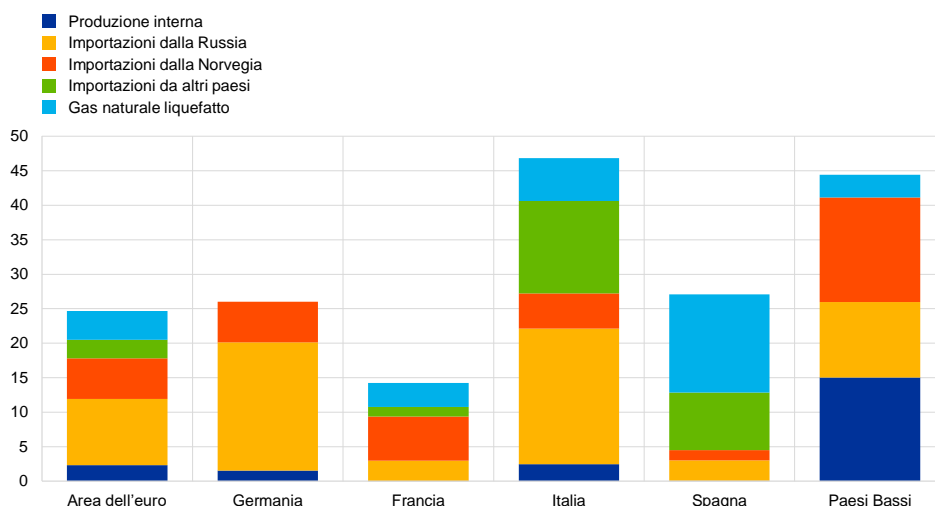
a) Importazioni di energia per paese di origine

(valori percentuali)



b) Quota delle importazioni di gas nel consumo primario di energia\*

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le importazioni da altri paesi comprendono quelle da Algeria, Libia e Azerbaigian. La sigla UE8 fa riferimento a Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Slovenia e Slovacchia. Il gas naturale liquefatto non comprende le importazioni da Russia, Norvegia e altri paesi. Il simbolo \* indica che i dati sono corretti per le riesportazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2021 per il pannello a) e al 2020 per il pannello b).

**L'Unione europea ha introdotto sanzioni economiche nei confronti del settore energetico russo, in particolare del carbone e del petrolio.** Le sanzioni includono anche il divieto di esportazioni da parte dell'UE di beni e tecnologie all'avanguardia utilizzati per sviluppare i settori russi del petrolio e del gas naturale. Inoltre, l'UE ha proibito l'importazione di carbone russo a partire da agosto 2022. Nella riunione straordinaria del Consiglio europeo tenutasi a fine maggio è stato deciso di interrompere la maggior parte delle importazioni di petrolio russo. Gli accordi prevedono un divieto per tutti i trasporti marittimi di petrolio proveniente dalla Russia entro la fine dell'anno, con un'esenzione temporanea per il greggio fornito tramite oleodotti. Se da un lato i trasporti marittimi di petrolio rappresentano circa i due terzi delle importazioni totali dalla Russia, dall'altro ci si attende che tale divieto

comprenda di fatto circa il 90 per cento delle importazioni di petrolio dalla Russia, in quanto la Germania e la Polonia si sarebbero impegnate a interrompere le importazioni tramite oleodotti<sup>2</sup>. Immediatamente dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, le società europee hanno iniziato ad "autosanzionarsi"; le compagnie energetiche, assicurative e di trasporti hanno interrotto le relazioni con il settore energetico russo, determinando in marzo un calo del 23 per cento dei trasporti di petrolio russo verso l'Europa. La Russia è stata in grado di riorientare le esportazioni di petrolio verso altre destinazioni, come l'India, ma emergono segnali di una significativa e persistente riduzione della produzione russa e si prevede che l'offerta di petrolio russo diminuirà del 25 per cento nella seconda metà del 2022 rispetto all'inizio dell'anno (cfr. il pannello a) del grafico C)<sup>3</sup>. Il perdurare di bassi livelli di produzione in Russia sta portando a un aumento delle tensioni nel mercato petrolifero mondiale, a meno che altri principali produttori non accelerino la produzione<sup>4</sup>. Ciò determinerebbe revisioni al ribasso delle previsioni sull'offerta mondiale di petrolio per il resto dell'anno pari a circa il 3 per cento dall'inizio dell'invasione (cfr. il pannello b) del grafico C).

---

<sup>2</sup> Dopo l'invasione dell'Ucraina, gli Stati Uniti, il Regno Unito e il Canada hanno vietato tutte le importazioni di petrolio e gas dalla Russia. Tuttavia, l'UE è un importatore significativamente maggiore di energia russa e le sue sanzioni avranno un effetto più rilevante sul settore energetico del paese.

<sup>3</sup> Ad aprile la produzione di greggio è scesa di circa 1 milione di barili al giorno, raggiungendo i 10 milioni di barili al giorno.

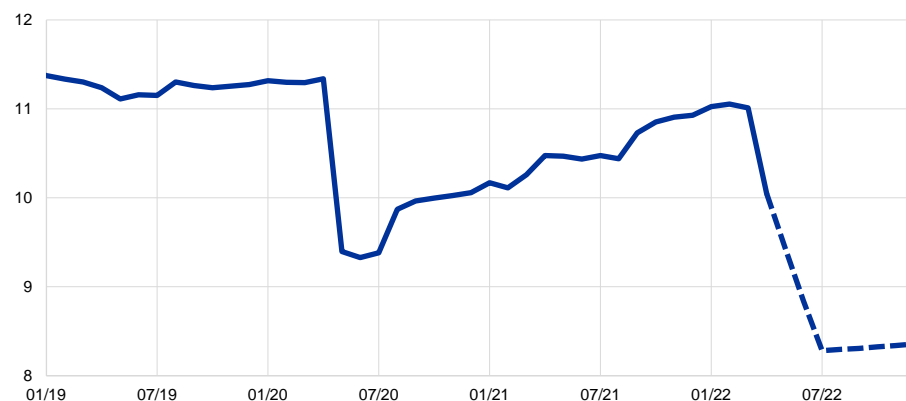
<sup>4</sup> Il 2 giugno il gruppo dei paesi produttori di petrolio dell'OPEC+ ha deciso di accelerare la produzione a luglio e agosto di quasi 0,65 milioni di barili al giorno, circa 0,4 milioni di barili al giorno più degli aumenti programmati. Tale aumento della produzione non è sufficiente a compensare appieno le carenze dell'offerta russa.

## Grafico C

### Revisioni al ribasso delle previsioni sull'offerta di petrolio

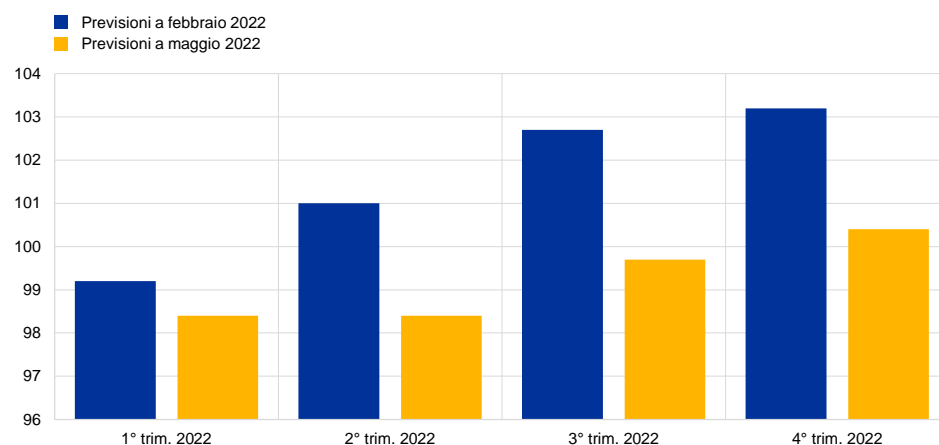
#### a) Offerta russa di petrolio

(milioni di barili al giorno)



#### b) Offerta mondiale di petrolio

(milioni di barili al giorno)



Fonte: Agenzia internazionale per l'energia (AIE).

Nota: le stime sono ricavate dagli Oil Market Report mensili dell'AIE.

**L'UE ha adottato misure volte a favorire l'indipendenza dal gas russo.** Sebbene le sanzioni dell'UE nei confronti delle esportazioni di gas russo siano state limitate, l'avvio dell'attività del gasdotto Nord Stream 2 tra Russia e Germania appena completato è stato rimandato. La guerra in Ucraina sembra finora aver esercitato un impatto relativamente contenuto sui flussi di gas russo verso l'area dell'euro, ma vi sono segnali di maggiori rischi per la fornitura di gas nell'area. L'UE punta pertanto a ridurre la dipendenza dal gas russo di quasi due terzi entro la fine del 2022 (il piano "REPowerEU")<sup>5</sup> e intende sostituire circa un terzo del gas russo incrementando le importazioni di gas naturale liquefatto da altri fornitori, quali gli Stati Uniti e il Qatar. Un ulteriore 6 per cento del gas dovrebbe pervenire tramite gasdotti da paesi come la Norvegia. Rispetto al petrolio e al carbone, il gas è la fonte di energia più difficile da sostituire per alcuni paesi dell'area, poiché l'infrastruttura necessaria per

<sup>5</sup> L'obiettivo dell'UE è rendersi del tutto indipendente dai combustibili fossili russi ben prima del 2030, dando seguito a una serie di iniziative quali la diversificazione delle forniture di combustibili fossili, il risparmio energetico, l'accelerazione dell'introduzione di energia rinnovabile e la sostituzione dei combustibili fossili nel riscaldamento e nella generazione di energia.

accedere ad altri fornitori non è ancora disponibile. Paesi come la Germania e l'Italia si sono quindi adoperati per realizzare le infrastrutture necessarie, ampliando la capacità di rigassificazione, e si sono anche assicurati accordi di fornitura di gas con altri fornitori<sup>6</sup>. Gli sforzi dei paesi dell'UE per sostituire il gas russo, unitamente alla bassa domanda dovuta alle condizioni meteorologiche miti, hanno determinato un brusco aumento delle scorte di gas in Europa, che ha contribuito a ridurre i prezzi. Come ritorsione, per tutto il mese di aprile e di maggio 2022 la Russia ha interrotto la fornitura di gas a Polonia, Bulgaria, Finlandia, Danimarca e Paesi Bassi, dal momento in cui tali paesi si sono rifiutati di soddisfare la richiesta, avanzata dalla Russia, di ricevere i pagamenti del gas in rubli. A maggio 2022 la Russia ha imposto sanzioni sia nei confronti della componente polacca dell'oleodotto Yamal-Europa, che trasporta gas alla Germania, sia di un impianto Gazprom tedesco, il cui controllo ad aprile era stato assunto dall'autorità di regolamentazione della rete energetica di tale paese.

**Anche altri fattori hanno contribuito a contenere lievemente i prezzi delle materie prime energetiche.** Per attenuare gli elevati rischi che la guerra in Ucraina sta creando per l'offerta energetica mondiale, l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ha annunciato che intende procedere alla più ampia erogazione di riserve petrolifere strategiche della propria storia<sup>7</sup>. Inoltre, la reintroduzione delle misure di chiusura (lockdown) legate al COVID-19 da parte della Cina all'inizio del 2022 ha esercitato pressioni al ribasso sulla domanda di energia. Tuttavia, più di recente i tassi di contagio del COVID-19 nel paese sono diminuiti in misura significativa e a maggio sono emersi segnali di un miglioramento dell'attività economica, che hanno determinato un nuovo aumento della domanda mondiale di petrolio.

**Il rincaro delle materie prime energetiche ha intensificato le pressioni sui prezzi al consumo dei beni energetici a febbraio e marzo 2022.** L'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC è salita al 32 per cento a febbraio, con un ulteriore rialzo al 44 per cento a marzo, per poi scendere lievemente, al 38 per cento ad aprile e al 39 per cento a maggio (cfr. il pannello a) del grafico D)<sup>8</sup>. Gli aumenti fino a marzo hanno rispecchiato il forte incremento sul mese precedente di tutte le principali componenti energetiche (combustibili liquidi, elettricità e gas), sulla scia

---

<sup>6</sup> Dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, una piccola parte delle importazioni di gas è stata sostituita da un aumento delle importazioni da altri fornitori, come la Norvegia. La Germania ha ridotto le importazioni di gas dalla Russia dal 55 al 45 per cento e si prefigge di rendersi quasi indipendente entro il 2024. L'Italia ha annunciato che sospenderà, in modo graduale ma totale, le importazioni dalla Russia entro la fine del 2024, acquistando da altri fornitori come l'Algeria. Anche l'Estonia, la Lettonia e la Lituania hanno interrotto le importazioni di gas russo nel quadro delle iniziative europee volte a ridurre la dipendenza dall'energia russa.

<sup>7</sup> A marzo l'AIE ha annunciato un'erogazione strategica di 60 milioni di barili in totale dalle proprie riserve, mentre gli Stati Uniti hanno fornito il 50 per cento dell'erogazione. A ciò ha fatto seguito un secondo annuncio ad aprile, secondo cui, nell'arco di sei mesi, sarebbero stati erogati 1,3 milioni di barili al giorno, di cui un milione di barili al giorno provenienti dagli Stati Uniti.

<sup>8</sup> Il contributo dei carburanti liquidi, dell'elettricità e del gas è stato pari, rispettivamente, a 22, 12 e 10 punti percentuali a marzo e a 17, 9 e 10 punti percentuali ad aprile.

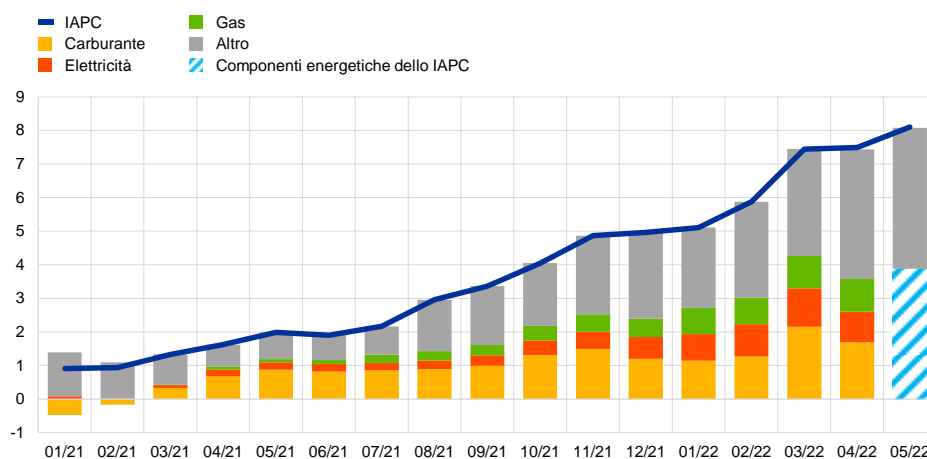
dell'impennata dei mercati mondiali delle materie prime e dell'aumento dei margini di raffinazione<sup>9</sup>.

### Grafico D

#### Effetto frenante delle misure fiscali pubbliche sull'aumento dell'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC

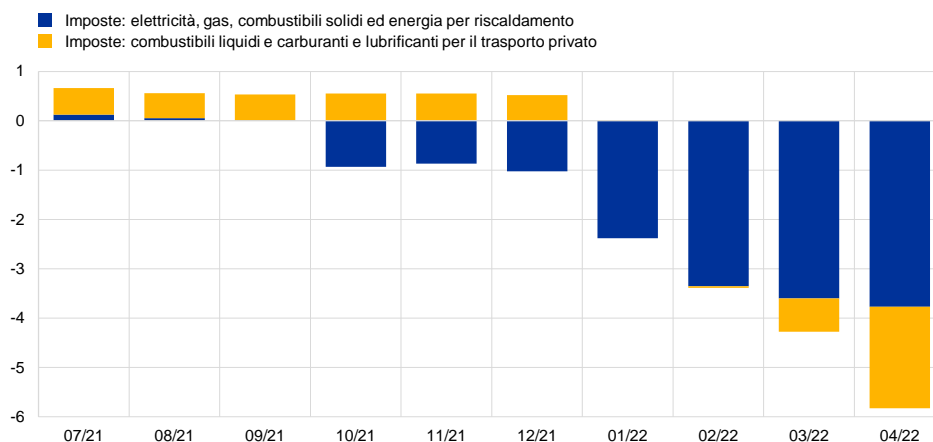
a) Contributo delle componenti energetiche dello IAPC all'andamento complessivo dell'indice

(valori percentuali; contributi in punti percentuali)



b) Contributo delle misure fiscali alla riduzione dell'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'impatto delle variazioni delle imposte indirette è calcolato come la differenza tra la componente energetica dell'inflazione misurata sullo IAPC e questa stessa componente ad aliquote fiscali costanti, ipotizzando una trasmissione completa e immediata delle imposte indirette. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per l'inflazione dei beni energetici e del carburante misurata sullo IAPC e ad aprile 2022 per tutte le altre voci.

**L'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC è rimasta elevata ad aprile e a maggio 2022, anche se le pressioni si sono attenuate non soltanto a causa dei già menzionati andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche, ma anche delle misure di contenimento adottate dai governi. Molti governi dell'area**

<sup>9</sup> I prezzi all'ingrosso dell'elettricità in Europa sono fortemente influenzati dal prezzo del gas naturale, in un contesto in cui la produzione di energia elettrica alimentata a gas è spesso la tecnologia marginale che determina i prezzi all'ingrosso dell'elettricità. Cfr. inoltre l'articolo 1 [Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo](#) in questo numero del Bollettino.

dell'euro hanno fornito sostegno alle famiglie a titolo di compensazione per gli elevati prezzi dell'energia. La maggior parte di essi ha inoltre ridotto le accise e l'imposta sul valore aggiunto, esercitando un effetto diretto al ribasso sui prezzi al consumo<sup>10</sup>. A seguito delle modifiche alle imposte indirette apportate in diversi paesi solo a partire dall'autunno 2021, l'inflazione dei beni energetici ha subito un effetto frenante pari a circa 4,3 punti percentuali a marzo e a 5,8 punti percentuali ad aprile 2022 (cfr. il pannello b) del grafico D)<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Altre misure attuate comprendono i trasferimenti (ad esempio per le famiglie a basso reddito) o i massimali di prezzo sul mercato all'ingrosso. Esse non sono riflesse direttamente nello IAPC.

<sup>11</sup> Per una rappresentazione del contributo di imposte e tasse ai livelli complessivi dei prezzi dell'energia, cfr. l'articolo 1 *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo* in questo numero del Bollettino.

## L'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sull'attività dell'area dell'euro attraverso il canale dell'incertezza

a cura di Alina Bobasu e Roberto A. De Santis

**L'invasione russa dell'Ucraina ha determinato un significativo incremento dell'incertezza nell'area dell'euro.** Sebbene i prezzi molto elevati dei beni energetici e le nuove carenze dal lato dell'offerta provocate dalla guerra rappresentino importanti fattori osservabili che incidono sull'attività economica, a svolgere un ruolo di rilievo vi è anche un terzo fattore non osservabile: l'associato aumento dell'incertezza. La letteratura economica definisce uno shock da incertezza come il risultato di un evento casuale (ad esempio, una guerra) che riduce la prevedibilità delle prospettive economiche<sup>1</sup>. In conseguenza di tale aumento dell'incertezza, il clima di fiducia registra un calo, determinando riduzioni della spesa attesa di famiglie e imprese. Il presente riquadro intende esaminare le implicazioni macroeconomiche dell'accresciuta incertezza nell'area dell'euro innescata dall'invasione dell'Ucraina, focalizzando l'attenzione su PIL, domanda interna (investimenti delle imprese e consumi) e andamenti nei singoli settori principali (manifattura e servizi, beni durevoli e non durevoli).

**L'incertezza incide sull'economia attraverso un insieme di canali differenti.** Un canale spesso citato in letteratura riguarda l'"irreversibilità degli investimenti"<sup>2</sup>. Gli investimenti sono spesso molto difficili da revocare, dati i costi fissi associati. L'aumento dell'incertezza può pertanto indurre le imprese a ritardare e/o a rinunciare agli investimenti, al fine di assumere decisioni più informate una volta che le prospettive economiche siano più chiare. Un secondo canale è legato al "risparmio a fini precauzionali"<sup>3</sup>. In risposta a uno shock legato all'incertezza (che può influire negativamente sul reddito futuro), le famiglie cercano di risparmiare in misura maggiore e consumare meno. Un terzo canale è rappresentato dall'interazione tra accresciuta incertezza e "frizioni" finanziarie (come i vincoli di indebitamento), che possono avere intensi effetti sull'attività economica: in genere, dopo uno shock da incertezza, le condizioni finanziarie di imprese e famiglie tendono a deteriorarsi<sup>4</sup>.

**Per individuare gli shock legati all'incertezza si utilizza un modello autoregressivo vettoriale strutturale (structural vector autoregression, SVAR) con restrizioni di segno e di tipo narrativo (cfr. il grafico A).** In letteratura sono stati utilizzati vari approcci per individuare tali shock. Generalmente si ipotizza che variazioni improvvise di variabili diverse dall'incertezza non influiscano

<sup>1</sup> Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, 2015, pagg. 1177-1216; e Scotti, C., "Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pagg. 1-19.

<sup>2</sup> Cfr. Bloom, N., "The impact of uncertainty shocks", *Econometrica*, vol. 77, n. 3, 2009.

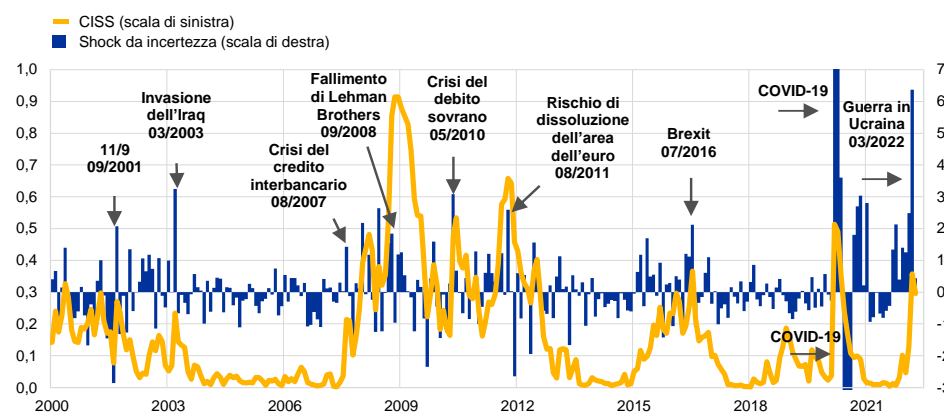
<sup>3</sup> Cfr. Basu, S. e Bundick, B., "Uncertainty shocks in a model of effective demand", *Econometrica*, vol. 85, n. 3, 2017.

<sup>4</sup> Cfr. Christiano, L.J., Motto, R. e Rostagno, M., "Risk shocks", *American Economic Review*, vol. 104, n. 1, 2014; e Gilchrist, S., Sim, J.W. and Zakrajšek, E., "Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics", *NBER Working Papers*, n. 20038, 2014.

contemporaneamente su quest'ultima<sup>5</sup>. Tuttavia, il nesso di causalità può agire in entrambe le direzioni: ad esempio, gli shock da incertezza incidono sull'attività economica, ma è anche probabile che shock avversi che interessano la produzione (ossia shock negativi dal lato della domanda) accrescano l'incertezza. Il presente riquadro individua gli shock legati all'incertezza utilizzando un modello SVAR con restrizioni di segno e di tipo narrativo, che considera questa relazione simultanea tra le variabili. Nello specifico, il modello incorpora l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), il PIL interpolato mensile, il tasso OIS (overnight index swap) a dieci anni, i differenziali sulle obbligazioni societarie e l'indicatore composito dello stress sistemico (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS)<sup>6</sup>. Quest'ultimo è utilizzato per individuare gli shock da incertezza attraverso restrizioni di tipo narrativo, assumendo che lo shock legato all'incertezza spieghi gran parte delle dinamiche del CISS osservate a settembre 2001 (attacco terroristico al World Trade Center di New York) e ad agosto 2007 (crisi del credito interbancario)<sup>7</sup>.

## Grafico A CISS e shock da incertezza

(scala di sinistra: indice CISS (0 = livello più basso di stress finanziario; 1 = livello più elevato); scala di destra: deviazione standard)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il modello SVAR è stato stimato per il periodo compreso tra gennaio 1999 e dicembre 2019, individuando gli shock determinati da costi, domanda, tassi di interesse, condizioni finanziarie e incertezza. Le variabili incluse nel modello sono lo IAPC, il PIL interpolato mensile, il tasso OIS a dieci anni, i differenziali sulle obbligazioni societarie e il CISS. Le restrizioni di segno e di tipo narrativo sono in linea con l'approccio adottato in Antolin-Díaz, J. e Rubio-Ramírez, J.F., "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, vol. 108, n. 10, 2018, pagg. 2802-2829. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022.

- <sup>5</sup> Per gli Stati Uniti, cfr. Bloom (2009, op. cit.), Jurado et al. (2015, op. cit.) e Scotti (2016, op. cit.). Per l'area dell'euro, cfr. il riquadro *L'impatto del recente brusco aumento dell'incertezza sull'attività economica dell'area dell'euro* nel numero 6/2020 di questo Bollettino, nel quale è utilizzato il metodo Cholesky. Per un confronto dettagliato tra il sistema standard di Cholesky e l'approccio autoregressivo vettoriale strutturale (SVAR) di tipo proxy, cfr. Bobasu, A., Geis, A., Quaglietti, L. e Ricci, M., "Tracking global economic uncertainty: implications for the euro area", *Working Paper Series*, n. 2541, BCE, 2021.
- <sup>6</sup> Per ulteriori informazioni su questo indice, cfr. Holló, D., Kremer, M. e Lo Duca, M., "CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system", *Working Paper Series*, n. 1426, BCE, 2012.
- <sup>7</sup> Bloom (2009, op. cit.) considera l'attacco terroristico dell'11 settembre 2001 come un evento chiave per l'incertezza. Nella crisi del credito interbancario dell'agosto 2007 gravi problemi di liquidità hanno inciso sui mercati finanziari a seguito della decisione di BNP Paribas, il 9 agosto 2007, di congelare tre fondi esposti al mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria. A quel punto, gli investitori hanno riconosciuto la necessità, e la loro incapacità, di valutare quali intermediari in possesso di strumenti connessi ai mutui ipotecari fossero bloccati dalle componenti tossiche. La stessa difficoltà interessava il mercato delle operazioni pronti contro termine, in cui gli operatori economici stanziavano tali strumenti a garanzia dei prestiti a breve termine. Il mercato interbancario, che fornisce liquidità alle banche di tutto il mondo, si è in gran parte prosciugato a causa della paura dell'ignoto.

Il modello è stimato per il periodo compreso tra gennaio 1999 e dicembre 2019 (ovvero escludendo la crisi legata al coronavirus, perché le serie temporali dei dati macroeconomici hanno registrato importanti discontinuità strutturali dopo l'inizio della pandemia). Le elasticità stimate sono poi utilizzate per quantificare gli shock da incertezza nel periodo fino ad aprile 2022. Il modello è in grado di cogliere i principali eventi che hanno determinato un aumento dell'incertezza, come l'invasione dell'Iraq nel marzo 2003 e il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008, nonché gli avvenimenti legati alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. Gli shock da incertezza stimati sono in linea con i passati eventi politici, geopolitici ed economici che sarebbero tipicamente associati a livelli elevati di incertezza e, analogamente, il recente intensificarsi di quest'ultima coincide con la guerra in corso in Ucraina. Lo shock da incertezza di marzo 2022 a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina ha un'entità stimata pari a circa sei deviazioni standard; ciò lo rende il secondo maggiore shock mai registrato (dopo l'episodio di marzo e aprile 2020 determinato dalla pandemia).

**Gli shock da incertezza influiscono negativamente sul PIL e sulla domanda interna, con un impatto maggiore sugli investimenti delle imprese rispetto ai consumi.** Una volta individuati gli shock da incertezza mediante il modello SVAR, è possibile utilizzare un metodo di proiezione "locale" per stimare l'impatto che tali shock esercitano sul PIL dell'area dell'euro e sulle sue componenti dal lato della domanda, sul tasso di risparmio delle famiglie e sul valore aggiunto nei settori manifatturiero e dei servizi<sup>8</sup>. L'approccio di proiezione locale è generalmente impiegato quando gli shock sono ritenuti esogeni alle variabili di interesse. Nel periodo compreso tra febbraio e aprile 2022, lo shock da incertezza stimato dovrebbe ridurre il PIL dell'area dell'euro rispetto al livello che risulta dalle proiezioni del modello in assenza di shock (livello "tendenziale"), con un livello minimo di circa lo 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico B). L'aumento dell'incertezza dovrebbe gravare sulle decisioni di spesa di famiglie e imprese, determinando un aumento del tasso di risparmio delle prime pari a circa 0,4 punti percentuali nel terzo trimestre del 2022. L'elevata incertezza dovrebbe esercitare un impatto maggiore sugli investimenti delle imprese rispetto ai consumi, con una riduzione delle due componenti della domanda pari rispettivamente all'1,1 e allo 0,5 per cento nel quarto trimestre del 2022 nel confronto con i livelli tendenziali.

**A livello settoriale, lo shock da incertezza dovrebbe interessare l'attività manifatturiera più dei servizi ed esercitare un impatto maggiore sui comparti che producono beni caratterizzati da cicli di vita più lunghi (cfr. il pannello b) del grafico B).** Il più ampio impatto sul settore manifatturiero potrebbe originare dal fatto che, storicamente, il suo prodotto si è dimostrato più soggetto alle oscillazioni cicliche ed è più dipendente dagli input energetici (che a loro volta evidenziano una significativa volatilità nei diversi cicli). Per quanto riguarda la composizione dei consumi, i beni durevoli risentono in misura maggiore degli shock da incertezza rispetto ai beni non durevoli, in linea con il fatto che la spesa per i primi può essere rimandata in risposta a shock avversi, in quanto le scorte esistenti di beni durevoli

<sup>8</sup> La tecnica prevede una regressione di informazioni contemporanee su variabili di interesse in periodi futuri consecutivi, cfr. Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, 2005, pagg. 161-182.

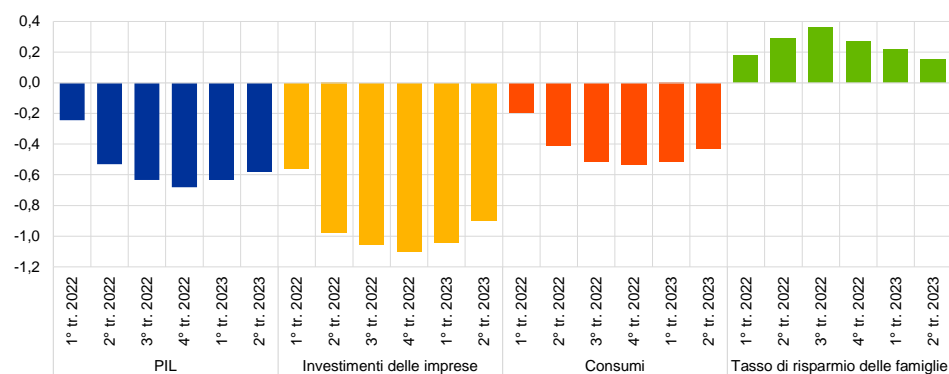
continuano a essere in grado di fornire utilità in virtù del loro più lungo ciclo di vita<sup>9</sup>. Di fatto, l'effetto sui beni durevoli è pari a tre volte l'entità dell'impatto sui beni non durevoli<sup>10</sup>. Nel complesso, la guerra e l'aumento dei corsi energetici hanno reso più incerte le prospettive economiche, specie nei settori che dipendono dall'energia e in quelli che producono beni caratterizzati da un ciclo di vita più lungo.

## Grafico B

### Impatto macroeconomico dello shock da incertezza associato all'invasione russa dell'Ucraina

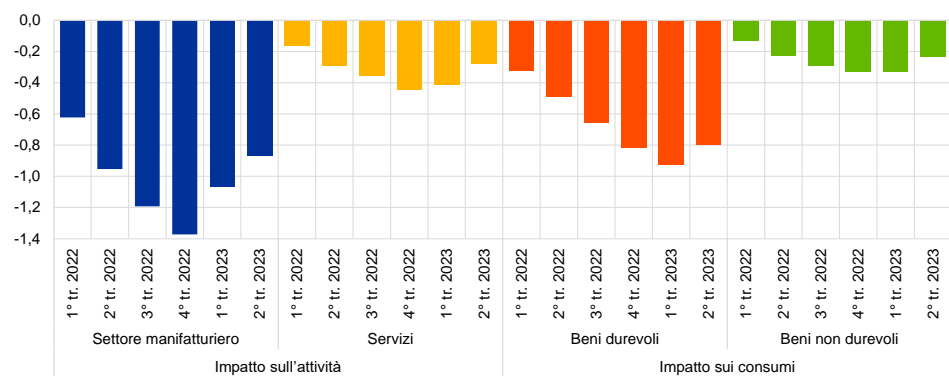
a) Impatto su PIL, investimenti delle imprese, consumi e tasso di risparmio delle famiglie

(valori percentuali e punti percentuali; deviazione dai livelli tendenziali)



b) Impatto su industria manifatturiera, servizi e beni durevoli e non durevoli

(valori percentuali; deviazione dai livelli tendenziali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la stima dell'impatto è stata effettuata mediante un metodo di proiezione locale, utilizzando lo shock da incertezza individuato dal modello SVAR e tenendo conto di tutte le variabili incluse nel modello. Per ricavare l'impatto complessivo sull'attività economica sono state utilizzate le elasticità stimate per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2000 e il quarto trimestre del 2019 e l'entità dello shock da incertezza stimato tra febbraio e aprile 2022. Il prodotto e i prezzi sono stati espressi utilizzando i tassi di crescita sul trimestre precedente, mentre le variabili finanziarie sono state espresse utilizzando le differenze prime trimestrali.

<sup>9</sup> Cfr. Browning, M. e Crossley, T.F., "Shocks, stocks, and socks: smoothing consumption over a temporary income loss", *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n. 6, 2009, in cui si mostra che, nel breve periodo, le famiglie possono ridimensionare la spesa totale senza subire un calo significativo del benessere se si concentrano sulla riduzione degli acquisti di beni durevoli.

<sup>10</sup> **L'indagine della Commissione europea sull'incertezza conferma qualitativamente i risultati econometrici.** L'indagine chiede a dirigenti e consumatori di indicare quanto sia difficile formulare previsioni sulla situazione aziendale e sulle condizioni finanziarie delle famiglie. Dall'inizio della guerra a febbraio 2022, nel settore industriale l'incertezza è aumentata in misura maggiore che nei servizi. I comparti più colpiti sono stati le costruzioni e il settore manifatturiero. In linea con i risultati del modello empirico, le ripercussioni in termini di incertezza sono state più marcate nel sottosectore dei beni durevoli rispetto a quello dei beni non durevoli.

### 3 L'impatto dell'afflusso di rifugiati ucraini sulle forze di lavoro dell'area dell'euro

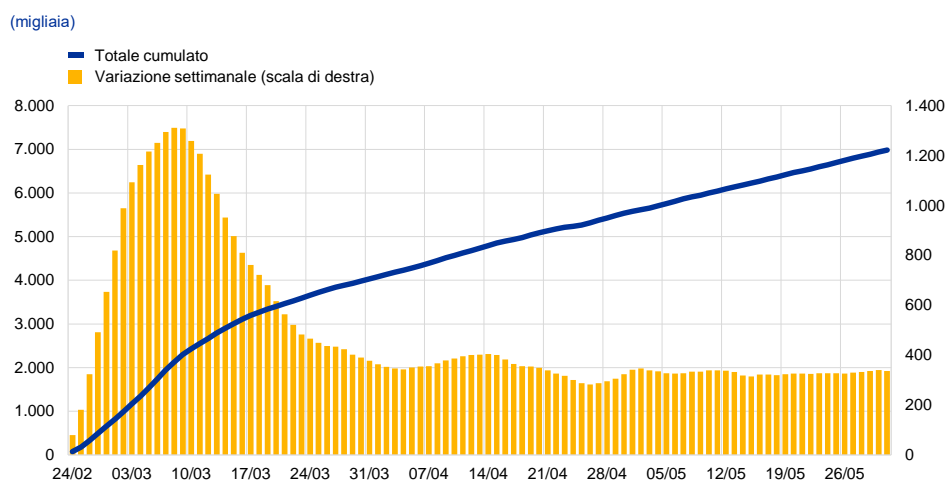
a cura di Vasco Botelho

**La guerra in Ucraina ha innescato il più grande spostamento di cittadini europei dalla seconda guerra mondiale, in cui donne e bambini rappresentano la stragrande maggioranza dei rifugiati**<sup>1</sup>. Secondo l'Alto commissariato delle Nazioni Unite per i rifugiati (United Nations High Commissioner for Refugees, UNHCR), circa sette milioni di persone hanno già attraversato i confini dell'Ucraina (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>. Come illustrato nel grafico A, attualmente una media di circa 330.000 rifugiati parte ogni settimana dall'Ucraina per raggiungere i paesi confinanti. Secondo la stima dell'UNHCR, fino a un totale di 8,3 milioni di rifugiati potrebbe aver abbandonato l'Ucraina entro la fine dell'anno e un massimo di 25 milioni di persone potrebbe essersi spostato e aver bisogno di assistenza umanitaria a seguito della guerra<sup>3</sup>. Sulla base di questa stima, il numero totale dei rifugiati ucraini dovrebbe continuare ad aumentare nelle prossime settimane, ma ciò dipende in larga misura dalla durata e dalla gravità della guerra. Sebbene il numero totale di rifugiati dall'Ucraina sia in crescita, un numero significativo di persone, circa 2,1 milioni, è temporaneamente rientrato nel paese. L'UNHCR segnala che tali movimenti transfrontalieri potrebbero essere ricorrenti e non dovrebbero essere considerati come rientri permanenti, pertanto non sono stati dedotti dal dato lordo.

- 
- <sup>1</sup> Per una comparazione a livello internazionale negli ultimi sessant'anni, cfr. <https://www.pewresearch.org/fact-tank/2022/03/25/after-a-month-of-war-ukrainian-refugee-crisis-ranks-among-the-worlds-worst-in-recent-history>.
  - <sup>2</sup> Totale al 1° giugno 2022; per aggiornamenti giornalieri cfr. <https://data2.unhcr.org/en/situations/ukraine>. La cifra lorda di sette milioni rappresenta il 15,9 per cento della popolazione ucraina precedente la guerra, pari a 44 milioni di persone.
  - <sup>3</sup> Per ulteriori dettagli e aggiornamenti, cfr. <https://www.unhcr.org/refugeebrief/latest-issues>.

## Grafico A

### Numero di rifugiati ucraini che hanno lasciato il paese



Fonti: UNHCR ed elaborazioni della BCE.

Note: il numero di rifugiati ucraini corrisponde agli afflussi lordi di rifugiati e non dà conto dei movimenti transfrontalieri temporanei, né cerca di rilevare i cittadini ucraini che si sono spostati all'interno del paese. Le ultime osservazioni si riferiscono al 31 maggio 2022.

**Ci si attende che una percentuale significativa del numero totale di rifugiati ucraini raggiunga l'area dell'euro (cfr. la tavola A).** Durante la crisi dei rifugiati siriani nel 2015, circa il 75 per cento di tutti coloro che sono arrivati in Europa ha avuto come destinazione finale i paesi dell'area dell'euro. È tuttavia probabile che nel 2022 i flussi di rifugiati saranno differenti, in quanto l'Ucraina è un paese dell'Europa orientale con forti legami con le nazioni vicine. Ci si attende che i rifugiati restino inizialmente nei paesi confinanti con l'Ucraina, data la prossimità geografica, per poi trasferirsi gradualmente in altri luoghi. La destinazione finale dipenderà dalla capacità complessiva dei paesi di accogliere e collocare i rifugiati nonché dalla presenza di comunità ucraine, che potrebbero agevolare il processo di integrazione. Negli anni immediatamente precedenti la guerra, i migranti provenienti dall'Ucraina tendevano a stabilirsi in Polonia (53 per cento), nella Repubblica Ceca (9 per cento), in Germania (8 per cento) e in Ungheria (8 per cento); il 24 per cento si è stabilito nell'area dell'euro. Tuttavia, il 75 per cento del numero complessivo di migranti dall'Ucraina vive attualmente nell'area dell'euro, con percentuali particolarmente elevate in Italia (30 per cento), Germania (18 per cento) e Spagna (13 per cento). Inoltre, negli ultimi anni i paesi dell'area dell'euro hanno dimostrato di essere in grado di ospitare un numero significativo di rifugiati, rappresentando l'86 per cento di tutte le richieste di asilo di prima istanza presentate da cittadini di paesi non appartenenti all'UE<sup>4</sup>. Pertanto, vi è una significativa comunità di ucraini già presente nell'area dell'euro e le recenti esperienze di altri rifugiati, unitamente al fatto che i paesi dell'area dispongono dei mezzi economici necessari per accogliere rifugiati,

<sup>4</sup> Questa è la percentuale di tutte le richieste di asilo di prima istanza presentate da cittadini di paesi non appartenenti all'UE-27 a paesi dell'UE-25 (i due paesi mancanti sono la Bulgaria e la Croazia per ragioni di disponibilità dei dati) e a Islanda, Norvegia, Svizzera, Turchia e Regno Unito. Il paese che ha ricevuto la gran parte di tali richieste è la Germania (circa il 38 per cento), seguita dalla Francia (15 per cento) e dall'Italia (11 per cento). A seguito dell'afflusso di rifugiati nel 2015, le richieste di asilo di prima istanza sono aumentate fortemente nel 2016 e nel 2017. Oltre la metà dei rifugiati (55 per cento) si è stabilita in Germania, sebbene un numero elevato si sia spostato anche in Svezia, Italia e Francia (l'8 per cento per ciascun paese).

potrebbero incoraggiare nel tempo un numero ancora maggiore di rifugiati ucraini a stabilirvisi.

### Tavola A

Profilo della precedente migrazione dall'Ucraina e richieste di asilo da parte di cittadini di paesi non appartenenti all'UE-27

Area	Flussi migratori dall'Ucraina verso:	Consistenze dei migranti ucraini in:	Richieste di asilo da parte di cittadini di paesi non appartenenti all'UE-27	Media normalizzata
Unione europea (UE-25)	96%	95%	92%	92%
Area dell'euro (AE-19)	24%	75%	86%	55%

Fonti: Eurostat, OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati riportati nella tavola sono calcolati come percentuali dei flussi totali, delle consistenze e delle richieste ricevute dall'UE-25 (i due paesi mancanti sono la Bulgaria e la Croazia, per i quali non sono disponibili dati) e da Islanda, Norvegia, Svizzera, Turchia e Regno Unito. I dati sui flussi migratori dall'Ucraina sono medie per il periodo dal 2017 al 2019; i dati relativi alle consistenze di migranti ucraini e quelli riguardanti le percentuali di richieste di asilo presentate da cittadini di paesi non appartenenti all'UE-27 sono medie per il periodo dal 2017 al 2020. Le medie normalizzate danno conto delle differenze nella disponibilità dei dati a livello nazionale, normalizzando le ponderazioni delle varie regioni per renderle comparabili tra le varie misure.

### La quota di rifugiati ucraini che resteranno nell'area dell'euro nel medio periodo dipenderà dalla durata e dalla gravità della guerra.

Se il conflitto si protrarrà più a lungo o si intensificherà, il numero dei rifugiati aumenterà. Sulla base dei dati attuali e della stima puntuale effettuata dall'UNHCR, i calcoli nel presente riquadro ipotizzano un numero compreso tra cinque e dieci milioni di persone. Una guerra più lunga e più grave probabilmente ridurrà anche la quota di rifugiati che rientreranno in Ucraina nel medio periodo. Di conseguenza, lo scenario con dieci milioni di rifugiati corrisponde a una guerra più lunga e più grave che fa salire il numero totale di rifugiati e aumenta la probabilità che essi rimangano nei paesi ospitanti nel medio termine.

### La percentuale di rifugiati in età lavorativa sarà fondamentale per determinare l'impatto sulla forza di lavoro dell'area dell'euro.

L'Ucraina ha imposto la legge marziale in tutto il territorio quando la Russia ha lanciato l'offensiva il 24 febbraio, impedendo così agli uomini di età compresa tra i 18 e i 60 anni di lasciare il paese. Di conseguenza, le prime ondate di rifugiati erano composte da anziani, bambini e donne in età lavorativa. Tuttavia, ci si attende che le ondate future includeranno anche uomini in età lavorativa una volta che la legge marziale sarà stata abrogata; in tal modo, aumenterà gradualmente la percentuale di rifugiati in età lavorativa. Nel presente riquadro si ipotizza che, nel medio periodo, una quota compresa tra il 50 e il 75 per cento dei rifugiati che arrivano nell'area dell'euro sarà composta da persone in età lavorativa. Tale ipotesi si basa sul fatto che le donne rappresentano attualmente circa l'80 per cento di tutti i rifugiati intervistati e che l'80 per cento delle donne si sposta con almeno un minore<sup>5</sup>. Ci si attende che la quota di rifugiati in età

<sup>5</sup> Questi dati si basano su due indagini condotte nell'ambito di un programma di cooperazione tra UN Women e l'Organizzazione Internazionale per le Migrazioni. I risultati della prima indagine sono consultabili a [questo link](#), mentre i punti principali dell'indagine di follow-up sono reperibili attraverso [questo link](#). Tali risultati sono stati confermati da un'indagine condotta in Germania tra il 24 e il 29 marzo per conto del Ministero federale dell'Interno, da cui risulta che l'84 per cento dei rifugiati ucraini era costituito da donne e che il 58 per cento di esse aveva lasciato l'Ucraina accompagnato da minori. Gli esiti principali di questa indagine sono consultabili a [questo link](#). Nel 2020 l'indice di dipendenza della popolazione ucraina era pari al 49 per cento, ed è stato utilizzato anche per calibrare quei dati, in quanto implica che le persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni rappresentano oltre il 67 per cento della popolazione totale.

lavorativa aumenti nel caso di un prolungamento e inasprimento della guerra, con alcuni uomini in età lavorativa che alla fine si sposteranno per riunirsi alle famiglie che si trovano già all'estero e trasferirsi nell'area dell'euro in un secondo momento<sup>6</sup>. Quindi, in base a un calcolo approssimativo si può ipotizzare una correlazione positiva tra la percentuale di rifugiati in età lavorativa e la durata e gravità della guerra.

**Nonostante il rapido intervento delle autorità europee sul piano delle politiche, le barriere al mercato del lavoro e altri elementi di attrito restano ostacoli significativi per i rifugiati e rendono difficile la loro integrazione nei mercati del lavoro dei paesi ospitanti, soprattutto nel breve periodo.** Per i rifugiati,

il processo di accesso al mercato del lavoro del paese ospitante è in genere lungo. Per loro potrebbe essere necessario ottenere asilo (e, in alcuni casi, un permesso di lavoro), acquisire competenze linguistiche e vedere riconosciute le proprie qualifiche professionali. Al fine di attenuare le barriere all'integrazione che i rifugiati ucraini si trovano ad affrontare, l'UE ha deciso di concedere una protezione temporanea alle persone che fuggono dalla guerra in Ucraina, fornendo assistenza immediata e accordando loro il diritto di accedere al mercato del lavoro. All'inizio di maggio oltre 3,5 milioni di rifugiati ucraini erano entrati in Polonia, mentre oltre 400.000 erano registrati in Germania, 200.000 nella Repubblica Ceca e 100.000 in Italia<sup>7</sup>. Tuttavia, gli squilibri tra le qualifiche richieste e quelle offerte, l'insufficienza delle competenze linguistiche, la mancanza di strutture di assistenza all'infanzia e i problemi di riconoscimento dei titoli di studio sono tutti elementi che possono ostacolare l'integrazione dei rifugiati. Ad esempio, i dati tedeschi sull'ingente afflusso di rifugiati osservato tra il 2014 e il 2016 mostrano nel tempo un'integrazione molto graduale nel mercato del lavoro: solo il 17 per cento dei rifugiati in età lavorativa era occupato dopo due anni trascorsi nel paese e meno del 50 per cento dopo cinque anni. Questi tassi di occupazione erano notevolmente più bassi per le donne (riflettendo, in certa misura, le barriere culturali presenti nei paesi di origine dei rifugiati)<sup>8</sup>. L'effetto congiunto della prossimità geografica e culturale dell'Ucraina all'Europa occidentale e della protezione temporanea concessa dall'UE ai cittadini del paese dovrebbe contribuire a ridurre la gravità degli squilibri a livello sia

---

<sup>6</sup> Una guerra più lunga e più grave implicherebbe inoltre che gli uomini in età lavorativa rimarrebbero più a lungo in Ucraina, riducendo il numero di persone che potrebbero trasferirsi all'estero. Questo effetto è preso in considerazione nella parametrizzazione. Ciò detto, si ritiene che in questo caso le famiglie avrebbero più tempo per trasferirsi e integrarsi in un altro paese in modo più permanente.

<sup>7</sup> I dati relativi alla Polonia riflettono solo gli ingressi nel paese e non le registrazioni, come negli altri paesi dell'UE. La registrazione comporta l'idoneità ai sussidi al reddito e successivamente l'accesso al mercato del lavoro dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli e aggiornamenti, cfr. <https://cream-migration.org/ukraine-detail.htm?article=3573>. Alcuni articoli di stampa hanno riportato numeri più elevati, stimando che circa 610.000 rifugiati siano già entrati in Germania. Inoltre, sia l'Eurostat sia l'UNHCR di recente hanno avviato la rilevazione di informazioni circa il numero dei rifugiati che entrano nei paesi europei e si registrano per ottenere la protezione temporanea. All'inizio di giugno è stata rilevata la presenza di oltre 4,7 milioni di persone rifugiate provenienti dall'Ucraina nei vari paesi europei e oltre 2,9 milioni di rifugiati ucraini si sono registrati ai fini della protezione temporanea.

<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli cfr. <https://doku.iab.de/kurzber/2020/kb0420.pdf> (in tedesco). I richiedenti asilo arrivati in Germania tra il 2014 e il 2016 provenivano in gran parte dai seguenti otto paesi: Afghanistan, Eritrea, Iran, Iraq, Nigeria, Pakistan, Somalia e Siria.

istituzionale sia delle qualifiche professionali richieste e ad aumentare la partecipazione dei rifugiati ucraini alle forze di lavoro nel breve periodo<sup>9</sup>.

**Pertanto, basandoci su evidenze relative all'integrazione di precedenti ondate di rifugiati e adattandole alla situazione attuale, prevediamo un tasso di partecipazione alle forze di lavoro nel medio termine compreso tra il 25 e il 55 per cento per i rifugiati in età lavorativa.** Il limite inferiore di tale intervallo (25 per cento) si basa sul livello di integrazione riscontrato per i precedenti rifugiati dopo due anni nel paese ospitante, con un aggiustamento al rialzo per rispecchiare la prossimità culturale dell'Ucraina e l'impatto della rapida azione dell'UE sul piano delle politiche. Il limite superiore dell'intervallo (55 per cento) riflette le recenti stime del tasso di partecipazione delle donne in età lavorativa che sono migrate nell'area dell'euro da paesi non appartenenti all'UE-27<sup>10</sup>.

**Complessivamente, ci si attende che l'afflusso di rifugiati ucraini determini un graduale incremento della dimensione delle forze di lavoro dell'area dell'euro.** Sulla base di tutte le ipotesi dettagliate finora, i calcoli approssimativi indicano un aumento mediano delle forze di lavoro dell'area dell'euro nel medio termine compreso fra lo 0,2 e lo 0,8 per cento (cfr. il grafico B). Ciò corrisponde a un incremento compreso tra 0,3 e 1,3 milioni di unità delle forze di lavoro dell'area a seguito della crisi dei rifugiati ucraini<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Circa il 18 per cento della popolazione ucraina parla inglese a un livello sufficiente; nel 2021 il paese si situava al 40° posto con riferimento all'indice EF English Proficiency con un livello modesto di conoscenza della lingua. Per maggiori dettagli cfr. il rapporto [EF EPI 2021](#). Per quanto riguarda i titoli di studio, i [dati della Banca mondiale per il 2014](#) indicano che oltre l'80 per cento della popolazione ucraina partecipava all'istruzione terziaria, una percentuale superiore rispetto alla Germania (74 per cento nel 2019), alla Francia (68 per cento nel 2019) e all'Italia (66 per cento nel 2019).

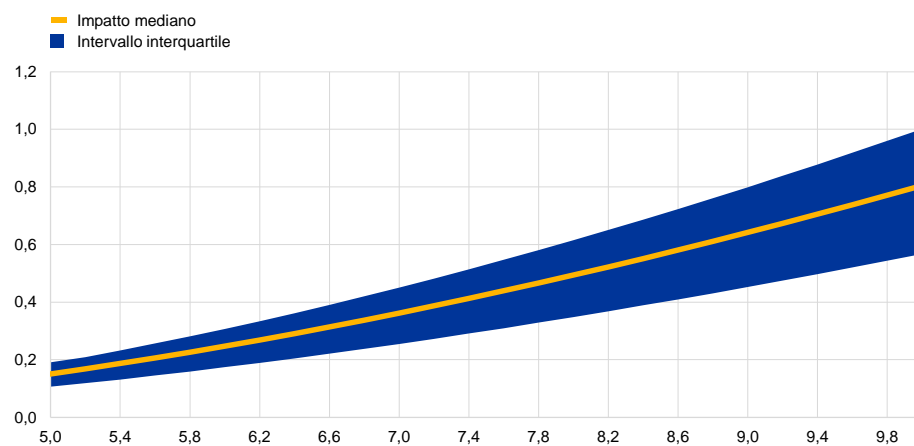
<sup>10</sup> Questo intervallo di parametrizzazione si colloca all'interno della fascia dei tassi di occupazione osservati nel tempo riguardo ai rifugiati e spiega che la probabilità di integrazione è più rapida rispetto alle precedenti ondate di rifugiati a causa della maggiore prossimità geografica e culturale dell'Ucraina all'area dell'euro e della rapida azione dell'UE sul piano delle politiche, ma riflette ancora gli elevati livelli di incertezza circa l'integrazione dei rifugiati ucraini nel mercato del lavoro dell'area nel medio termine. Di conseguenza, esso viene applicato a tutti gli scenari, indipendentemente dalla gravità della guerra.

<sup>11</sup> Tali dati mediani ipotizzano che il 55 per cento del numero totale di rifugiati si stabilisca nell'area dell'euro. Il grafico B mostra come l'intervallo stimato risenta delle variazioni della percentuale di rifugiati che si stabiliscono nell'area dell'euro, indicando sia l'intervallo mediano sia quello interquartile per le 936 parametrizzazioni utilizzate nei calcoli.

## Grafico B

### Potenziale impatto a medio termine dei rifugiati ucraini sulle forze di lavoro dell'area dell'euro

(asse delle ascisse: numero di rifugiati ucraini in milioni; asse delle ordinate: rifugiati ucraini in percentuale delle forze di lavoro)



Fonti: ONU, Eurostat, OCSE, Banca mondiale ed elaborazioni della BCE.

Note: l'incidenza dei rifugiati ucraini sul totale delle forze di lavoro si basa sulla popolazione attiva dell'area dell'euro tra i 15 e i 74 anni di età nel 2019. L'intervallo interquartile rappresenta le diverse parametrizzazioni del calcolo approssimativo, basate su intervalli possibili per la percentuale di rifugiati ucraini che si stabiliscono nell'area dell'euro (come identificato nella tavola A) e per la partecipazione alle forze di lavoro dei rifugiati in età lavorativa (che si colloca tra il 25 e il 55 per cento e tiene conto delle differenze tra i tassi di integrazione dei rifugiati nel mercato del lavoro dell'area dell'euro). Queste stime considerano anche le differenze in termini di quota di rifugiati in età lavorativa sul totale dei rifugiati e riflettono il fatto che la percentuale di rifugiati che rientreranno in Ucraina nel medio periodo sarà correlata negativamente alla durata e alla gravità della guerra.

**L'aumento dell'offerta di lavoro dovuto all'afflusso di rifugiati ucraini potrebbe allentare leggermente le tensioni osservate nel mercato del lavoro dell'area dell'euro.** Se riusciranno a trovare un impiego senza affrontare un lungo processo di integrazione, i rifugiati ucraini potrebbero aiutare il mercato a rispondere all'attuale forte domanda di lavoro e ad affrontare la sempre maggiore carenza di lavoratori qualificati. Tuttavia, l'elevato grado di incertezza sul futuro sviluppo della guerra rende più difficile valutare e quantificare con precisione l'impatto finale. Oltre all'ambito strettamente definito del presente riquadro, vi sono altre importanti implicazioni dell'afflusso dei rifugiati relativamente alle risorse di bilancio, al settore abitativo e all'erogazione di servizi pubblici nei paesi dell'area dell'euro.

## L'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi: evidenze da un'indagine presso imprese leader

a cura di Friderike Kuik, Richard Morris e Yiqiao Sun

**Il presente riquadro sintetizza i risultati di un'indagine recentemente condotta dalla BCE tra imprese leader in merito all'impatto dei cambiamenti climatici sull'attività economica e sui prezzi.** L'indagine, strutturata in tre parti, ha incluso domande relative all'impatto dei cambiamenti climatici e delle misure e politiche a essi connesse sulle imprese. Nella prima parte le imprese sono state invitate a esprimere, con parole proprie: a) l'impatto principale dei cambiamenti climatici e delle relative misure di adattamento e mitigazione sulla propria attività; b) le principali sfide con cui devono confrontarsi nella transizione verso un'economia a zero emissioni nette; c) quali sono le politiche in materia di clima che secondo le loro previsioni avranno l'impatto maggiore e quali potrebbero aiutare la loro impresa ad affrontare la transizione<sup>1</sup>. Nella seconda parte dell'indagine è stato chiesto alle imprese di esprimere il proprio accordo o disaccordo rispetto a varie affermazioni su come i cambiamenti climatici e le relative misure di adattamento e mitigazione inciderebbero sulla loro attività. Nella terza parte è stato chiesto loro di valutare in termini qualitativi l'impatto dei cambiamenti climatici sugli investimenti, sull'occupazione, sulla produttività, sui costi e sui prezzi, distinguendo tra l'impatto "fino a ora", "durante" e "dopo" la transizione verso un'economia a zero emissioni nette. L'indagine è stata condotta agli inizi del 2022 e sono state ricevute risposte da 90 grandi società per lo più multinazionali con le quali la BCE mantiene contatti nell'ambito della regolare raccolta di informazioni sulle attività economiche<sup>2</sup>. La tavola A presenta la composizione del campione dell'indagine per settore di attività.

**Alla domanda relativa al principale impatto dei cambiamenti climatici sulla propria attività, circa due terzi degli intervistati hanno descritto i rischi associati alla transizione verso un'economia a zero emissioni nette, mentre la metà di essi ha indicato anche i rischi derivanti dai cambiamenti climatici.**

I rischi di transizione sono stati evidenziati in particolare dalle imprese che operano in settori caratterizzati da elevate emissioni di carbonio, imputabili alla propria produzione, a quella dei fornitori o agli utilizzatori dei propri prodotti<sup>3</sup>. Tali rischi si riferiscono in particolare alle sfide sul piano dei costi e della tecnologia insite nel passaggio a modalità di produzione più pulite. Tuttavia, circa il 40 per cento degli

<sup>1</sup> Per misure di adattamento si intendono le azioni compiute dalle imprese per adeguarsi ai cambiamenti climatici e ai relativi effetti. Per misure di mitigazione si intendono le azioni intraprese per ridurre le emissioni con l'obiettivo di contenere i cambiamenti climatici.

<sup>2</sup> L'indagine tra imprese leader si è svolta nel contesto del dialogo tra la BCE e le società non finanziarie sotto forma di edizione speciale in aggiunta a quelle che hanno luogo regolarmente. Per la descrizione delle edizioni regolari cfr. l'articolo 1 *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Per rischi di transizione si intendono i rischi associati alla mitigazione dei cambiamenti climatici, ad esempio attraverso politiche climatiche, cambiamenti in termini di tecnologia o di preferenze e comportamenti.

intervistati ha anche descritto le opportunità che potrebbero emergere per la propria attività, perché le imprese hanno già investito in prodotti alternativi a basso contenuto di carbonio, oppure perché i beni e i servizi che forniscono aiutano altre imprese a ridurre le proprie emissioni. I rischi fisici menzionati spaziano da quelli relativi al reperimento delle materie prime all'integrità degli impianti produttivi, delle infrastrutture, delle catene di approvvigionamento, della logistica e del benessere dei dipendenti<sup>4</sup>. Dato il potenziale danno a beni materiali e infrastrutture, tali rischi fisici sono particolarmente rilevanti per le imprese che dipendono dal settore agricolo o vi operano, per le imprese del settore manifatturiero con catene di approvvigionamento (mondiali) potenzialmente vulnerabili e per le imprese appartenenti ai settori delle costruzioni e dei trasporti.

**Gli intervistati si attendono che i cambiamenti climatici e il relativo adattamento da parte della propria impresa accrescano diversi tipi di pressioni sui costi (cfr. il grafico A).** Tale risultato dell'indagine è stato ottenuto tramite una serie di affermazioni rispetto alle quali le imprese potevano esprimere il proprio accordo o disaccordo. Oltre il 90 per cento degli intervistati ha convenuto che i cambiamenti climatici e il relativo adattamento da parte della propria impresa richiederebbero investimenti in nuovi impianti o processi e cambiamenti nella catena di approvvigionamento, oltre a rendere gli input più costosi. Oltre tre quarti delle imprese hanno convenuto che i propri costi assicurativi aumenterebbero a causa dei cambiamenti climatici e che sussista un maggiore rischio di interruzioni della produzione. Un terzo delle imprese incluse nel campione ha convenuto che i cambiamenti climatici indurrebbero la propria impresa a trasferire altrove alcuni processi operativi.

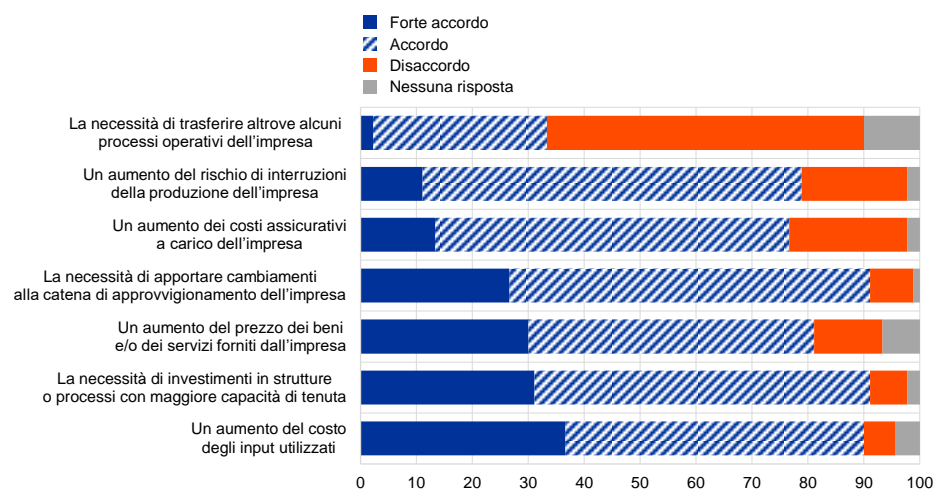
---

<sup>4</sup> Per rischi fisici si intendono i rischi associati a un clima soggetto a mutamenti, sia attraverso variazioni graduali sia attraverso eventi estremi sempre più frequenti e intensi.

## Grafico A

### Alcuni impatti sulle imprese dei cambiamenti climatici e delle relative misure di adattamento

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: alle imprese è stato chiesto di indicare se fossero in forte accordo, in accordo o in disaccordo con la seguente affermazione: "I cambiamenti climatici e/o il relativo adattamento comporteranno [+ affermazione]". Per strutture o processi "con maggiore capacità di tenuta" si intendono le strutture o i processi meno esposti ai rischi legati ai cambiamenti climatici, quali gli eventi atmosferici estremi.

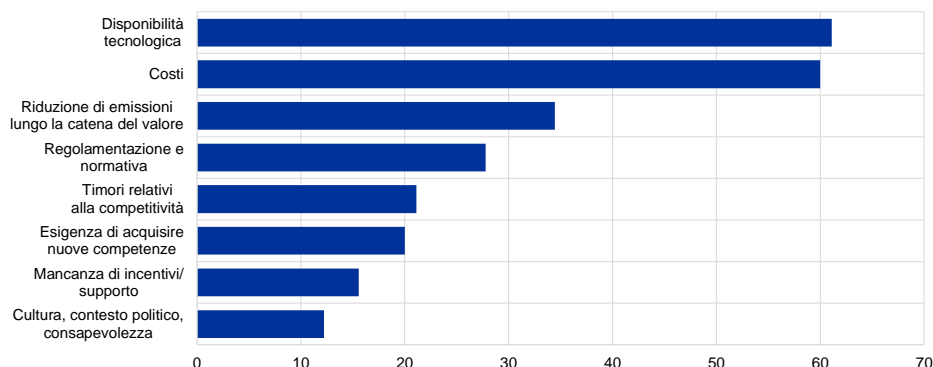
### Tra le principali sfide derivanti dalla transizione verso un'economia a zero emissioni nette indicate dagli intervistati figurano la disponibilità di nuove tecnologie e input e, a seguire, i costi.

Il grafico B illustra le criticità e sfide citate dagli intervistati in relazione alla transizione, suddivise per categoria. Circa il 60 per cento ha indicato sfide connesse alla "disponibilità", sottolineando in particolare la necessità di diffondere su vasta scala la generazione di elettricità da fonti di energia rinnovabile, linee di trasmissione e infrastrutture per la ricarica di veicoli elettrici. Sono state inoltre menzionate le esigenze di sviluppo e innovazione connesse, ad esempio, all'idrogeno verde e alle tecnologie di cattura e sequestro del carbonio. Inoltre, molte imprese hanno considerato una sfida il reperimento e il riciclo delle materie prime e dei materiali trasformati a basse emissioni di carbonio, data la crescente domanda e lo stadio ancora poco sviluppato delle alternative a basse emissioni. Una percentuale analoga ha indicato sfide legate ai costi. A tale riguardo, le imprese hanno spesso sottolineato che alternative a basse emissioni di carbonio comportano costi più elevati o sono meno redditizie rispetto alle soluzioni convenzionali. La maggiore fonte di preoccupazione citata successivamente è connessa alle pressioni sui costi causate dai prezzi in aumento delle materie prime, dagli investimenti necessari e dall'acquisto di energia pulita. Molti intervistati hanno inoltre menzionato le sfide legate al processo volto a rendere più ecologica la catena del valore o a misurarne le emissioni, le criticità sul piano della regolamentazione e della segnalazione, i timori per la competitività a livello mondiale, l'acquisizione delle necessarie competenze della forza lavoro, la mancanza di incentivi sufficienti, nonché la consapevolezza e la volontà di compiere la transizione da parte di clienti e dipendenti.

## Grafico B

### Principali sfide derivanti dalla transizione verso un'economia a zero emissioni nette citate dalle imprese, per categoria

(quote del totale delle risposte nelle quali è stata citata una sfida appartenente a ciascuna categoria, espresse in valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: la suddivisione per categoria si basa sull'interpretazione da parte degli autori delle risposte scritte. Le quote percentuali del totale delle risposte sono indicate per tutti i tipi di criticità menzionati da almeno il 10 per cento delle imprese intervistate.

### La maggior parte degli intervistati ha convenuto che la transizione verso un'economia a zero emissioni nette comporterebbe la necessità di maggiori investimenti, nonché un aumento dei costi e dei prezzi di vendita praticati dalla propria impresa (cfr. il grafico C). Almeno l'80 per cento ha convenuto che per

mitigare i cambiamenti climatici le imprese dovrebbero adottare tecnologie ancora inesistenti, che occorrerebbero investimenti consistenti per realizzare prodotti basati su nuove tecnologie o materiali che soddisfino le esigenze dei clienti e che il livello complessivo degli investimenti aumenterebbe a causa dell'impegno volto alla mitigazione dei cambiamenti climatici. Una quota lievemente inferiore, tuttavia, ha ritenuto che i cambiamenti climatici farebbero aumentare il costo del capitale o il tasso di ammortamento delle attività della propria azienda. Almeno l'80 per cento degli intervistati ha convenuto che la mitigazione dei cambiamenti climatici determinerebbe un aumento dei prezzi delle materie prime e dei componenti utilizzati, renderebbe i prezzi delle emissioni di carbonio una componente di costo rilevante e causerebbe un aumento della spesa energetica. Una percentuale pressoché analoga ha convenuto che ciò farebbe aumentare il prezzo dei beni e/o dei servizi forniti dalla propria impresa.

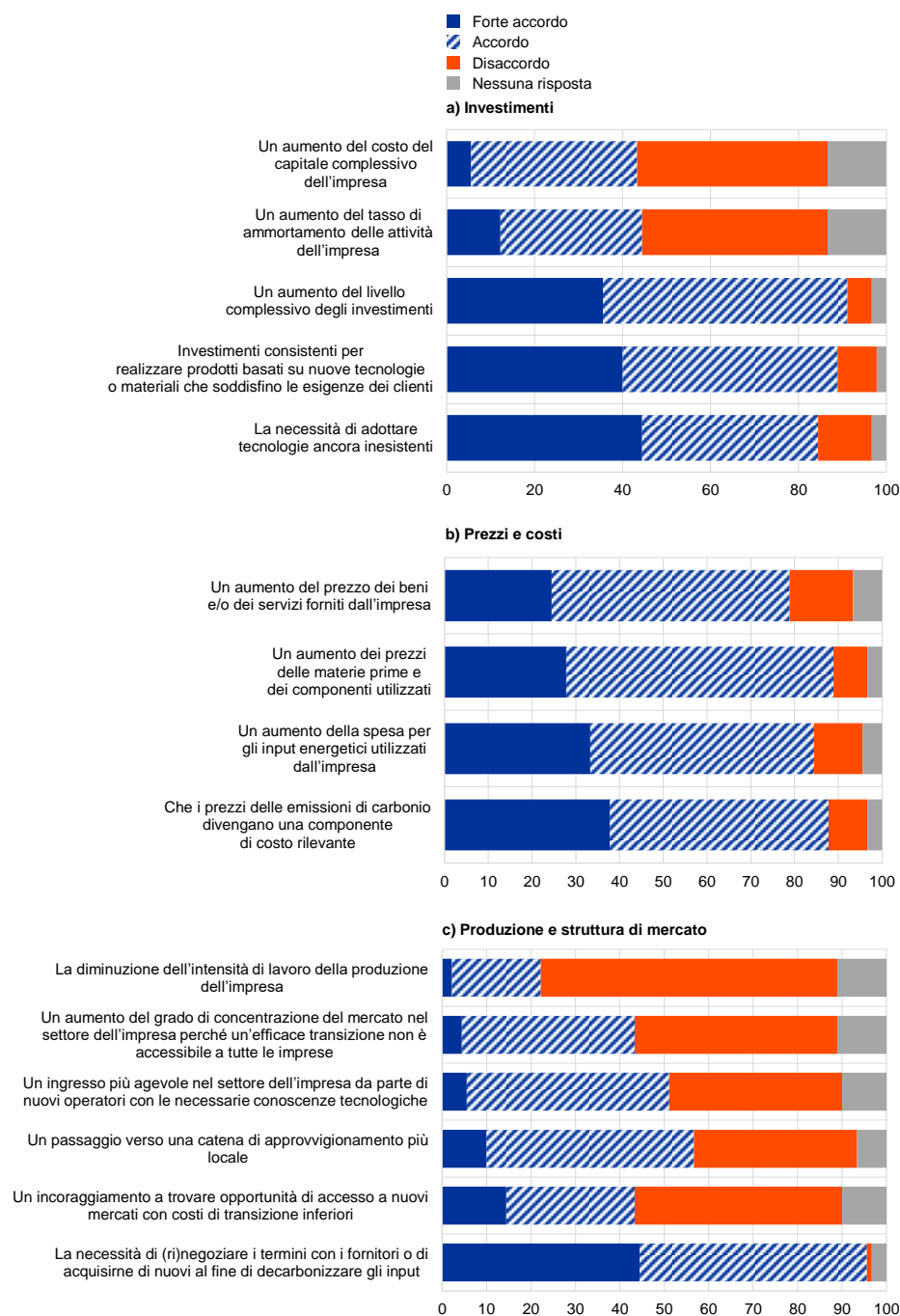
### La misura in cui i cambiamenti climatici agirebbero da catalizzatore di mutamenti della produzione e delle strutture di mercato è stata oggetto di opinioni più contrastanti (cfr. il grafico C). Quasi tutte le imprese hanno affermato

che la mitigazione dei cambiamenti climatici renderebbe necessario rinegoziare i termini con i fornitori o acquisirne di nuovi, al fine di decarbonizzare gli input. Poco più della metà degli intervistati ha ritenuto che la mitigazione dei cambiamenti climatici determinerebbe il passaggio a una catena di approvvigionamento più locale. Circa la metà ha affermato che la transizione verso un'economia a zero emissioni nette incoraggerebbe la propria impresa ad accedere a nuovi mercati, incentiverebbe l'ingresso di nuovi operatori e/o aumenterebbe il grado di concentrazione del mercato nel proprio settore.

## Grafico C

### Alcuni impatti sulle imprese della transizione verso un'economia a zero emissioni nette

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: alle imprese è stato chiesto di indicare se fossero in forte accordo, in accordo o in disaccordo con la seguente affermazione: "La mitigazione dei cambiamenti climatici (transizione verso un'economia a zero emissioni nette) comporterà [+ affermazione]".

**Gli intervistati hanno ampiamente riconosciuto l'importanza delle politiche climatiche adottate dall'Unione europea (compreso il Green Deal europeo e Pronti per il 55%), ma hanno spesso sollevato questioni specifiche relative alla**

**progettazione e all'attuazione a livello di settore.** Molti hanno sottolineato l'importanza di un quadro regolamentare stabile e l'esigenza di coerenza tra settori e regioni geografiche. Alcuni hanno espresso preoccupazione per gli eventuali effetti indesiderati negativi causati dalla modalità di interazione tra normative differenti. L'importanza del Meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere proposto dall'UE è stata sottolineata da diversi partecipanti all'indagine, sebbene i pareri si siano mostrati discordanti sul fatto che ciò sia sufficiente a garantire condizioni di parità concorrenziale e a contenere il rischio di rilocalizzazione delle emissioni di carbonio<sup>5</sup>. Molti intervistati hanno sollevato il problema della determinazione dei prezzi delle emissioni di carbonio: alcuni considerando che un prezzo più elevato rappresenterebbe una pressione sui costi, altri, per contro, sottolineando l'importanza di generare incentivi adeguati attraverso un aumento del prezzo delle emissioni.

**Secondo le risposte fornite, a livello complessivo i cambiamenti climatici e le relative politiche aumenteranno gli investimenti, i costi e i prezzi, soprattutto durante la fase di transizione (cfr. il grafico D).** Il 70 per cento degli intervistati ha dichiarato che gli investimenti della loro impresa erano già più elevati di quanto sarebbe avvenuto a causa dei cambiamenti climatici, sebbene solo il 10 per cento li abbia definiti significativamente superiori. Oltre il 90 per cento ha affermato di attendersi investimenti più elevati durante la fase di transizione e oltre due terzi ne prevedrebbe un aumento significativo. Risposte analoghe sono state riscontrate per i costi e i prezzi degli input. Quasi l'80 per cento degli intervistati ha dichiarato che i costi degli input erano già aumentati. Quasi la metà ha risposto che i propri prezzi di vendita erano già saliti per effetto dei cambiamenti climatici o delle relative politiche, ma solo una piccola parte ha dichiarato che tali incrementi fossero già significativi. L'effetto sui costi degli input e sui prezzi di vendita dovrebbe intensificarsi durante la transizione.

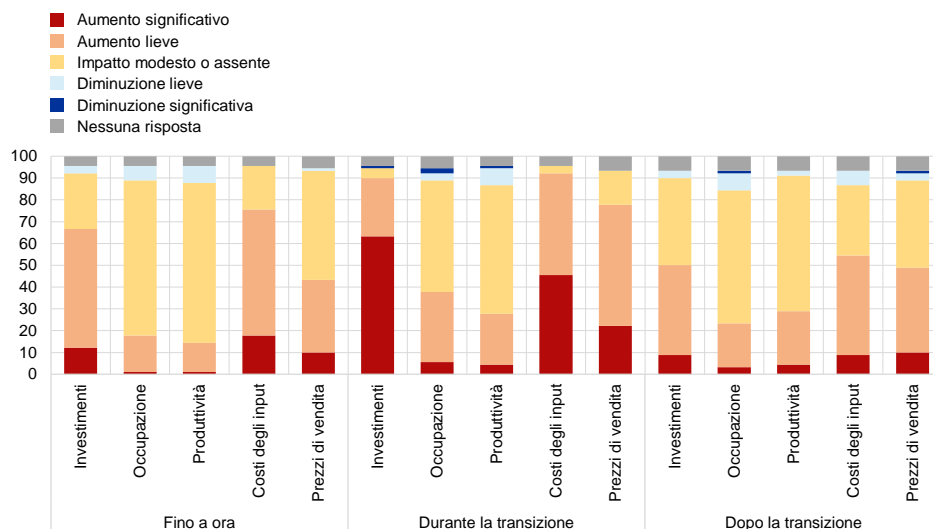
---

<sup>5</sup> Si verifica la rilocalizzazione delle emissioni di carbonio quando una rigorosa politica climatica volta a ridurre le emissioni in un paese induce le imprese a trasferire la produzione in altri paesi con politiche climatiche meno severe, determinando un corrispondente aumento delle emissioni.

## Grafico D

Impatto complessivo dei cambiamenti climatici sugli investimenti, sull'occupazione, sulla produttività, sui costi e sui prezzi fino a ora, durante e dopo la transizione verso un'economia a zero emissioni nette

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Nota: agli intervistati è stato chiesto di valutare l'impatto complessivo dei cambiamenti climatici su diversi aspetti rispetto a uno scenario di base ipotetico privo di cambiamenti climatici o relative politiche.

**Solo una piccola percentuale di intervistati ha dichiarato di attendersi un aumento significativo degli investimenti, dei costi e dei prezzi dovuto ai cambiamenti climatici dopo la transizione (cfr. il grafico D).** Ciò suggerisce che

secondo le imprese gran parte, ma non la totalità, dell'impatto sugli investimenti, sui costi e sui prezzi sarà limitata al periodo di transizione. Nello specifico, oltre la metà degli intervistati ha ritenuto che gli investimenti, i costi e i prezzi saranno strutturalmente più elevati dopo la transizione, ma solo una piccola quota (circa il 10 per cento) prevede che lo siano in misura significativa. Inoltre, i risultati suggeriscono che l'impatto complessivo al rialzo sugli investimenti e sui costi dopo la transizione dovrebbe essere, in media, lievemente inferiore a quello osservato fino a ora. Per contro, l'impatto al rialzo sui prezzi di vendita dovrebbe essere lievemente superiore.

## Tavola A

### Composizione del campione dell'indagine per attività principale delle imprese

#### Attività sulla base delle definizioni della classificazione NACE Rev. 2

Settore di attività	Divisioni NACE Rev. 2	Numero di imprese
Attività estrattiva	5-9	2
Industrie alimentari, produzione di bevande e industria del tabacco	10-12	6
Industrie tessili, confezione di articoli di abbigliamento, in pelle e simili	14-16	2
Industria del legno, fabbricazione di prodotti di carta, stampa	16-18	3
Fabbricazione di prodotti chimici, farmaceutici di base e di preparati farmaceutici	20-21	7
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche e di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	22-23	7
Fabbricazione di metalli di base e prodotti in metallo	24-25	7
Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica	26-27	7
Fabbricazione di macchinari e apparecchiature	28	6
Fabbricazione di mezzi di trasporto	29-30	5
Altre industrie manifatturiere	32	1
Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	35	3
Costruzioni	41-43	4
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	45-47	11
Trasporto e magazzinaggio	49-53	8
Servizi di informazione e comunicazione	58-61	6
Attività professionali, scientifiche e tecniche e attività amministrative e di servizi di supporto	69-82	5

Fonte: BCE.

## 5 Il settore privato prevede un episodio di stagflazione?

a cura di Malin Andersson, Niccolò Battistini, Roberto De Santis e Aidan Meyler

**Attualmente il settore privato si attende un periodo di stagflazione nell'area dell'euro?** Prima della guerra in Ucraina la ripresa dell'economia nel 2021 si stava deteriorando a causa delle persistenti interruzioni lungo le catene di approvvigionamento e l'inflazione dei beni era già aumentata<sup>1</sup>. La guerra scoppiata a febbraio 2022 ha esacerbato la dinamica dell'inflazione a causa dei suoi effetti sui prezzi dell'energia e ha accresciuto i timori circa le prospettive per l'attività economica. Nel breve termine tale contesto è inevitabilmente connesso a forze stagflazionistiche, il cui manifestarsi ha innescato un dibattito tra gli analisti economici circa la possibilità di un periodo prolungato di stagflazione<sup>2</sup>. Tale fenomeno non ha una definizione univoca, ma è piuttosto associato al simultaneo verificarsi di un ristagno del prodotto e di una persistente alta inflazione. Ai fini del presente riquadro, un episodio di stagflazione atteso soddisfa tre condizioni: 1) le aspettative di inflazione sono elevate o in aumento su livelli incoerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi fissato dalla BCE e pari al 2 per cento; 2) si prevede che l'economia sia in stagnazione o recessione; 3) ci si attende che entrambe le condizioni si protraggano per almeno due anni (in questo caso fino alla fine del 2023). È pertanto possibile ritenere che le aspettative di stagflazione siano connesse agli andamenti a medio termine della crescita del PIL in termini reali e dell'inflazione, piuttosto che alla dinamica di breve periodo dell'attività economica e dell'inflazione nei trimestri immediatamente successivi all'invasione russa dell'Ucraina.

**Attualmente l'area dell'euro sta affrontando uno shock dal lato dell'offerta, simile a quello petrolifero verificatosi negli anni '70, che ha influito sulle aspettative delle famiglie circa la crescita economica e l'inflazione.** Di fronte all'ulteriore shock negativo dal lato dell'offerta dovuto alla guerra, i consumatori hanno rivisto notevolmente le proprie aspettative circa le prospettive economiche generali per l'anno a venire. Ciò si evince dalle opinioni delle famiglie desunte dall'indagine condotta dalla Commissione europea presso i consumatori tra febbraio e maggio 2022. L'indagine mostra che i consumatori dell'area dell'euro hanno corretto le proprie aspettative al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la situazione economica (cfr. il grafico A). Cosa emerge dal confronto di questi risultati con le indagini nazionali condotte nell'ambito del noto episodio di stagflazione degli anni '70? Tale evento era stato innescato dall'embargo petrolifero proclamato nell'ottobre del 1973 dai paesi dell'OPEC. Le recenti revisioni delle aspettative delle

<sup>1</sup> Cfr. i seguenti riquadri di questo Bollettino: *Le cause delle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e il loro impatto sul settore manifatturiero dell'area dell'euro* nel numero 8/2021 e *Le strozzature lungo le catene di approvvigionamento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: il punto della situazione* nel numero 2/2022.

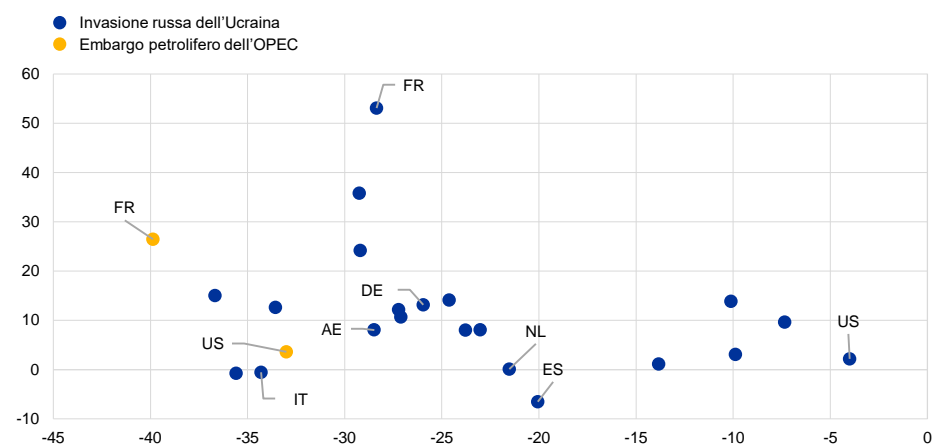
<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Blanchard, O., "Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment", *Real Time Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, marzo 2022, e Kilian, L., e Plante, M., "The Russian Oil Supply Shock of 2022", *Dallas Fed Economic*, Federal Reserve Bank of Dallas, marzo 2022.

famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro sono simili a quelle registrate in Francia e negli Stati Uniti poco dopo tale episodio. Tuttavia, occorre cautela nel valutare le implicazioni quantitative dell'impatto dello shock nei vari paesi e nel corso del tempo, in quanto le indagini presso le famiglie forniscono solo informazioni qualitative.

### Grafico A

#### Revisioni delle aspettative dei consumatori circa i prezzi al consumo e la situazione economica

(revisioni delle aspettative su un orizzonte di dodici mesi; differenze in saldi percentuali; asse delle ascisse: situazione economica; asse delle ordinate: prezzi al consumo)



Fonti: Direzione generale per gli Affari economici e finanziari della Commissione europea, Università del Michigan, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), elaborazioni della BCE.

Note: le revisioni relative all'invasione russa dell'Ucraina si riferiscono al periodo compreso tra febbraio e maggio 2022 (aprile 2022 per gli Stati Uniti) e quelle relative all'embargo petrolifero dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC) al periodo compreso tra ottobre 1973 (novembre 1973 per gli Stati Uniti) e febbraio 1974. Solo per Francia e Stati Uniti i dati delle indagini sono disponibili a partire dagli anni '70.

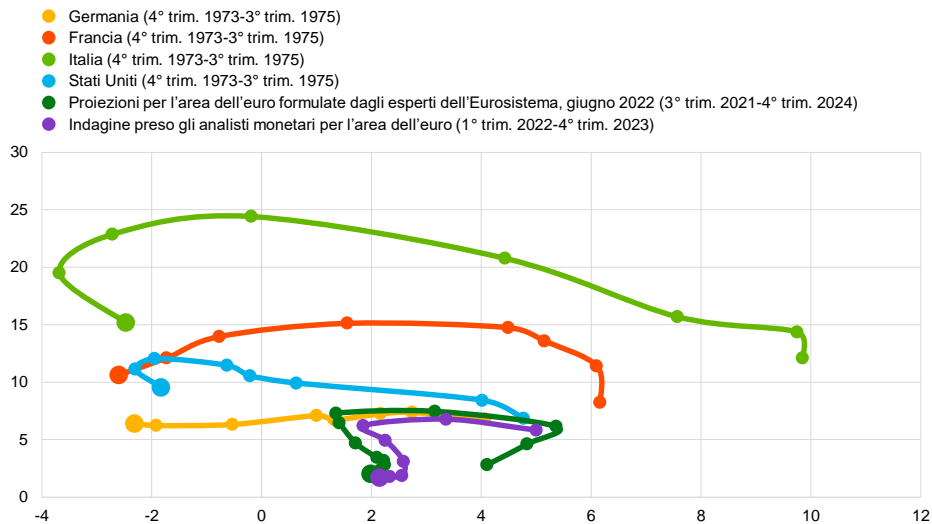
**A differenza di quanto avviene oggi, i primi anni '70 sono stati caratterizzati da un'inflazione persistentemente elevata dei prezzi e dei costi, in un contesto di crescita in calo e disoccupazione in aumento.** Dopo l'embargo petrolifero dell'ottobre 1973, gran parte dei paesi dell'area dell'euro di dimensioni maggiori e gli Stati Uniti hanno registrato un aumento significativo dell'inflazione, seguito da un calo del prodotto reale (cfr. il grafico B). In Germania l'andamento dell'inflazione è stato più contenuto, perché la Deutsche Bundesbank ha introdotto un obiettivo quantitativo di crescita della moneta per contribuire a controllare l'inflazione dopo la fine del sistema creato con gli accordi di Bretton Woods<sup>3</sup>. A differenza delle aspettative che caratterizzano la fase attuale, lo shock dal lato dell'offerta osservato negli anni '70 ha altresì innescato un aumento della disoccupazione e della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in alcuni dei maggiori paesi dell'area dell'euro, sebbene in Germania e negli Stati Uniti quest'ultimo fenomeno sia rimasto più contenuto (cfr. il grafico C).

<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, Issing, O., "Why Did the Great Inflation Not Happen in Germany?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, marzo/aprile 2005, 87(2, parte 2), pagg. 329-335, e *La "Grande Inflazione": insegnamenti per la politica monetaria* nel numero di maggio 2010 del Bollettino mensile della BCE.

## Grafico B

### Inflazione e crescita del PIL in termini reali nel 1973 e attualmente

(variazione percentuale sul periodo corrispondente, per trimestre; asse delle ascisse: crescita del PIL; asse delle ordinate: inflazione)



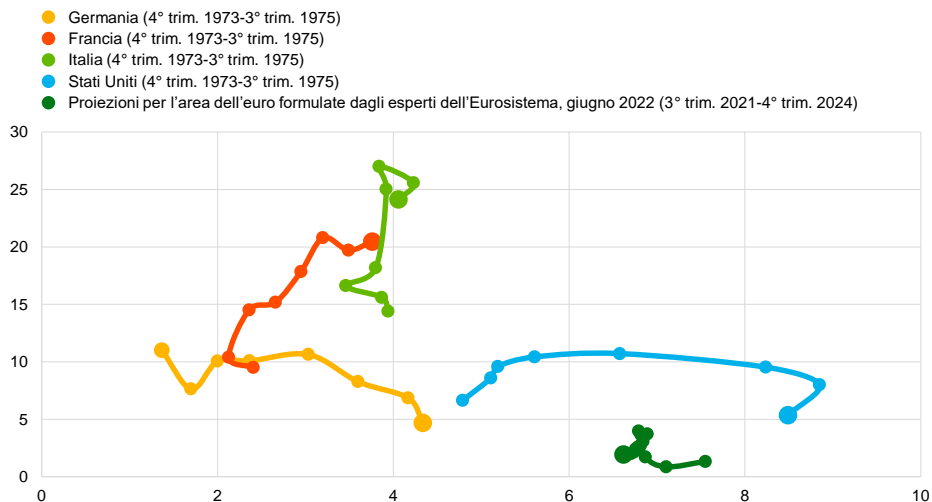
Fonti: Deutsche Bundesbank, Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE), Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), US Bureau of Labor Statistics, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, BCE, banca dati delle proiezioni della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione per ciascuna regione è mostrata con un cerchio più grande per distinguerla dalle precedenti.

## Grafico C

### Disoccupazione e costo del lavoro per unità di prodotto dopo lo shock petrolifero nel 1973 e attualmente

(asse delle ascisse: disoccupazione in percentuale delle forze di lavoro; asse delle ordinate: costo del lavoro per unità di prodotto; variazione percentuale sul periodo corrispondente, per trimestre)



Fonti: Haver, banca dati sulle proiezioni della BCE ed elaborazioni formulate dagli esperti della BCE.

Nota: l'ultima osservazione per ciascuna regione è mostrata con un cerchio più grande per distinguerla dalle precedenti.

### Le attuali previsioni degli esperti restano lontane da uno scenario di

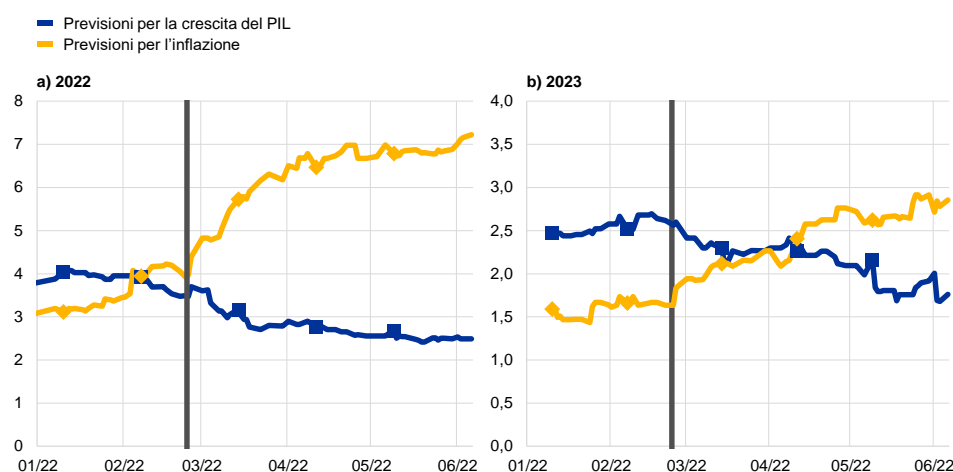
**stagflazione.** Ciò nonostante le più recenti indagini presso i previsori professionali condotte da aprile e maggio 2022 (ad esempio Consensus Economics, Eurozone Barometer, indagini condotte dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts,) e presso i previsori professionali (Survey of Professional

Forecasters)) presentino previsioni al rialzo per l'inflazione e al ribasso per la crescita in termini reali sia per il 2022 sia per il 2023 rispetto agli inizi di quest'anno. Le revisioni delle previsioni sono più pronunciate per il 2022 che per il 2023 (cfr. il grafico D). Per il 2023, tuttavia, le previsioni di crescita del PIL in termini reali di Consensus Economics rimangono al di sopra del 2 per cento e solo tre previsori si attendono una crescita inferiore all'1 per cento<sup>4</sup>. Mentre le previsioni formulate dallo scoppio della guerra indicano un'inflazione media superiore al 2 per cento nel 2023, la maggior parte degli analisti si attende che essa scenda al di sotto del 2 per cento nella seconda metà dello stesso anno. Tuttavia, l'incertezza è aumentata, con una conseguente maggiore dispersione delle previsioni. Dall'inizio della guerra i coefficienti di variazione sia per le previsioni di inflazione sia per quelle di crescita sono aumentati, di oltre il 30 e il 50 per cento rispettivamente.

### Grafico D

Aspettative di inflazione e crescita del PIL formulate dai previsori del settore privato per il 2022 e il 2023

(variazione percentuale sul periodo corrispondente)



Fonte: Consensus Economics.

Note: le linee rappresentano le previsioni tratte da Replacement Basis Continuous Consensus Forecasts, calcolate ogni giorno lavorativo tra le date delle indagini mensili su una base di sostituzione (campione dell'indagine mensile precedente con le previsioni nuove o riviste successive che sostituiscono le precedenti). Gli indicatori quadrati e a rombo indicano la media di Consensus Forecast nelle indagini mensili condotte periodicamente da Consensus Economics. La linea verticale in ciascun grafico si riferisce alla data dell'invasione russa dell'Ucraina, il 24 febbraio 2022. L'ultima osservazione si riferisce al 6 giugno 2022.

### Diverse differenze tra la situazione economica attuale e quella degli anni '70 rendono meno probabile lo sviluppo di una stagflazione nelle attuali

**circostanze.** In primo luogo, la dipendenza dal petrolio è notevolmente diminuita, riducendo il potenziale impatto economico di shock determinati dai corsi petroliferi. Al tempo stesso, la dipendenza dal gas è aumentata sensibilmente, per cui gli shock esterni ai prezzi del gas svolgono ora un ruolo più importante. In secondo luogo, il rischio di ampi effetti indiretti sull'inflazione è diminuito nonostante le condizioni molto tese nel mercato del lavoro, perché i meccanismi formali di indicizzazione salariale sono meno diffusi e i lavoratori sono diventati meno sindacalizzati<sup>5</sup>. In terzo

<sup>4</sup> Va inoltre notato che nessun analista prevede una cosiddetta recessione tecnica (ossia due trimestri consecutivi in cui il tasso di crescita del PIL risulta negativo rispetto al periodo precedente) nel corso del 2022 e del 2023.

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 7 *Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

luogo, le attuali proiezioni sulla crescita del PIL in termini reali in parte riflettono ancora una ripresa della domanda dopo la pandemia. Ciò è dovuto non solo all'allentamento delle restrizioni e alla riattivazione dell'economia, ma anche al sostegno delle politiche economiche (ad esempio, il programma Next Generation EU e i piani di attuazione nazionali). Infine, rispetto alle strategie adottate dalle varie autorità monetarie nazionali negli anni '70, l'attuale strategia di politica monetaria messa in atto nell'area dell'euro è più chiaramente tesa ad ancorare le aspettative di inflazione e a portare quest'ultima al 2 per cento nel medio termine<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Sull'ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro cfr., ad esempio, Ehrmann, M., Fratzscher, M., Gürkaynak, R. S. e Swanson, E. T., "[Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area](#)", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 93(1), febbraio 2011, pagg. 350-364. Per un confronto con gli Stati Uniti, cfr. Beechey, M. J., Johannsen, B. K., e Levin, A. T., "[Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States?](#)" *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 3, n. 2, aprile 2011, pagg. 104-129. Per un confronto più ampio con altre economie avanzate, cfr. Gürkaynak, R. S., Levin, A. T., Marder, A. N., e Swanson, E. T., "[Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the Western hemisphere](#)", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2007, pagg. 25-47. Sul legame tra politica monetaria e indicizzazione dei salari, cfr. Hofmann, B., Peersman, G., e Straub, R., "[Time variation in U.S. wage dynamics](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 59, n. 8, 2012, pagg. 769-783.

## L'impennata dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro e l'impatto della guerra russo-ucraina

a cura di Katalin Bodnár e Tobias Schuler

**L'inflazione armonizzata dei beni alimentari nell'area dell'euro ha raggiunto un nuovo massimo storico a maggio 2022, con l'intensificarsi delle pressioni sui prezzi nel settore alimentare a seguito dell'invasione russa in Ucraina.**

La guerra e le sue ripercussioni stanno ostacolando le importazioni di beni energetici e alimentari nell'area dell'euro e contribuiscono all'aumento dei prezzi a livello mondiale. Tale situazione sta esacerbando le pressioni già esistenti nei mercati alimentari sia mondiali sia dell'area dell'euro. Il presente riquadro passa in rassegna gli andamenti recenti dell'inflazione dei beni alimentari nell'area e i canali attraverso i quali essa è influenzata dal conflitto russo-ucraino.

**L'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC era già in aumento prima dell'invasione russa in Ucraina (cfr. il grafico A).** I prezzi dei beni alimentari possono costituire una determinante di peso per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dell'area dell'euro, data la grande importanza di tali prodotti (di poco superiore al 20 per cento) nel paniere dei consumi e l'elevata volatilità della componente alimentare<sup>1</sup>. L'inflazione dei beni alimentari sui dodici mesi ha segnato un lieve aumento durante la prima ondata della pandemia di coronavirus (COVID-19) a causa di vincoli dal lato dell'offerta, ma è successivamente diminuita. L'inflazione dei beni alimentari ha poi subito un'accelerazione dal quarto trimestre del 2021, raggiungendo il 3,5 per cento a gennaio 2022 e il 7,5 per cento a maggio, il livello più elevato dall'avvio dell'unione monetaria. Picchi precedenti di questa componente sui dodici mesi erano stati osservati all'inizio del 2002 (5,6 per cento), quando i timori dal punto di vista sanitario legati alle malattie animali esercitarono pressioni al rialzo sui prezzi dei prodotti alimentari non trasformati<sup>2</sup>, e nel 2008 (6,1 per cento), anno in cui il picco rifletté un rincaro delle materie prime alimentari e dei fertilizzanti a livello mondiale<sup>3</sup>. Ad aprile 2022 l'inflazione dei beni alimentari si è attestata al 9,4 per cento negli Stati Uniti e al 6,7 per cento nel Regno Unito, in entrambi i casi a livelli più alti di quello dell'area dell'euro. Negli ultimi tre mesi, tuttavia, questo tipo di inflazione sui dodici mesi è aumentata maggiormente nell'area dell'euro (di 2,8 punti percentuali da gennaio 2022) rispetto alle altre due economie (2,4 punti percentuali in entrambi i paesi nello stesso periodo).

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

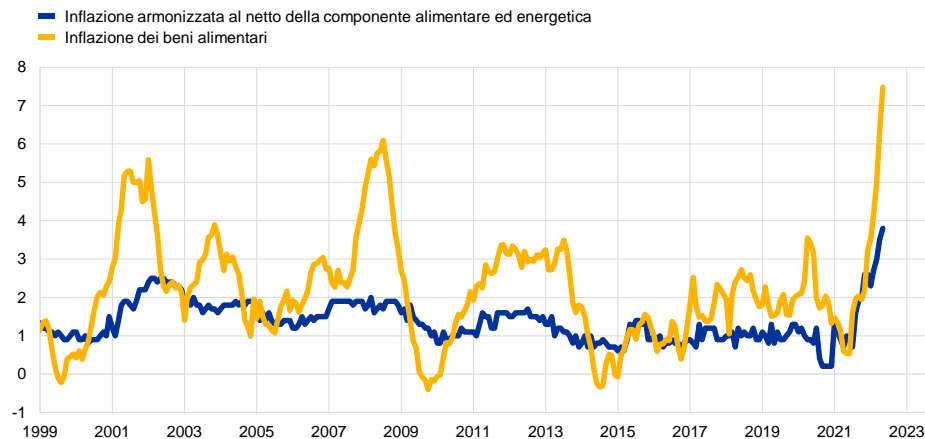
<sup>2</sup> Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei prezzi degli alimentari freschi* nel numero 9/2013 del Bollettino mensile della BCE.

<sup>3</sup> Cfr. il riquadro *Materie prime agricole e prezzi dei beni alimentari nello IAPC dell'area dell'euro* nel numero 6/2010 del Bollettino mensile della BCE.

## Grafico A

### Inflazione armonizzata e inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2022.

**Il forte aumento dell'inflazione dei beni alimentari osservato nell'area dell'euro dalla metà del 2021 è stato trainato principalmente dall'aumento dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari e dei beni energetici, che ha subito un'accelerazione dopo l'invasione russa in Ucraina (cfr. il grafico B).**

I prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale sono aumentati considerevolmente nella seconda metà del 2021, trainati principalmente dal rincaro dei beni energetici, soprattutto del gas naturale<sup>4</sup>. L'aumento dei prezzi dei beni energetici incide sull'inflazione dei beni alimentari attraverso tre canali. Innanzitutto, la produzione agricola e la lavorazione dei prodotti alimentari sono settori ad alta intensità di energia; ad esempio, l'attività di coltivazione dipende in larga misura dal carburante per i macchinari agricoli, per cui i rincari dell'energia tendono a trasmettersi rapidamente ai costi di produzione, che aumentano. Inoltre, poiché il gas naturale costituisce uno degli input nella produzione di fertilizzanti, l'aumento dei suoi prezzi fa crescere quelli dei fertilizzanti stessi, incrementando i costi degli input agricoli. Infine, i maggiori costi di trasporto si ripercuotono sui prezzi dei beni alimentari, rendendo altresì più costosa la sostituzione delle materie prime con quelle provenienti da fonti di approvvigionamento più lontane<sup>5</sup>. Anche i prezzi delle materie prime alimentari a livello internazionale hanno registrato un incremento per via delle condizioni meteorologiche avverse in alcune aree. In aggiunta, i più elevati costi del trasporto marittimo dovuti alle strozzature nelle catene di approvvigionamento mondiali hanno acuito le pressioni sui prezzi. Con l'invasione russa in Ucraina i prezzi di alcune materie prime alimentari ed energetiche sono notevolmente aumentati, in ragione del ruolo svolto dai paesi colpiti come principali

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro "Andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche e implicazioni per le proiezioni riguardanti la componente energetica dello IAPC" nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, BCE, dicembre 2021.

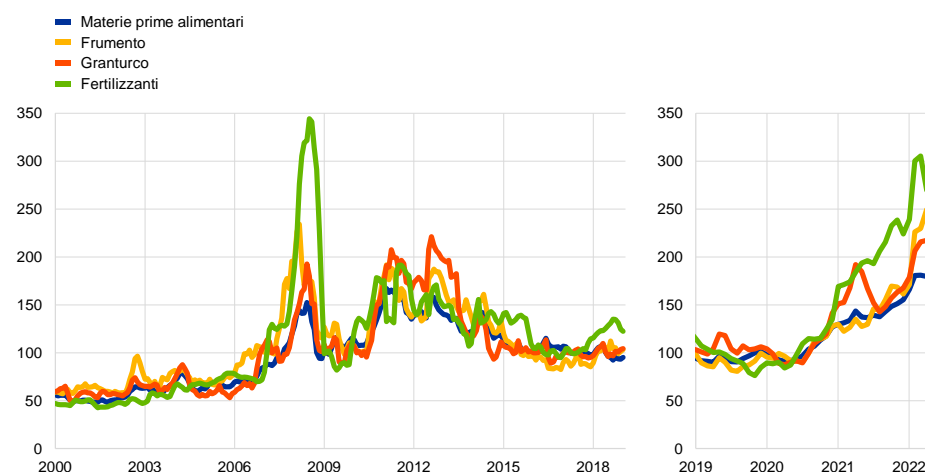
<sup>5</sup> Cfr. Monforti-Ferrario, F., Dallemand, J., Pinedo Pascua, I., Motola, V., Banja, M., Scarlat, N., Medarac, H., Castellazzi, L., Labanca, N., Bertoldi, P., Pennington, D., Goralczyk, M., Schau, E., Saouter, E., Sala, S., Notarnicola, B., Tassielli, G. e Renzulli, P., "Energy use in the EU food sector: State of play and opportunities for improvement", *JRC Science and Policy Report*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea, Lussemburgo, 2015.

fornitori di alcune di tali materie prime a livello mondiale<sup>6</sup>. In particolare, i prezzi del grano e del granturco hanno registrato una forte crescita. Anche i prezzi dei fertilizzanti sono lievitati su scala mondiale rispetto a livelli già elevati, con incrementi di quasi il 200 per cento rispetto a due anni fa<sup>7</sup>.

## Grafico B

### Prezzi mondiali delle materie prime alimentari e dei fertilizzanti

(indice: 2020 = 100)



Fonti: Hamburg Institute of International Economics (HWWI), Refinitiv e Banca mondiale.

Note: l'ultima osservazione si riferisce a maggio 2022. Per materie prime alimentari si intendono, fra gli altri, cacao, caffè, granturco, soia e frumento. Con i prezzi dei fertilizzanti si fa riferimento al fosfato biammonico.

**Le forti ripercussioni della guerra sul settore alimentare dell'area dell'euro sono riconducibili all'impatto diretto in termini di capacità produttiva e di esportazione dell'Ucraina, nonché alle restrizioni al commercio e all'accresciuta incertezza in Ucraina, Russia e Bielorussia.** In primo luogo,

l'Ucraina ha introdotto un divieto di esportazione per alcuni prodotti alimentari<sup>8</sup>. Anche la capacità produttiva del paese subirà effetti negativi nel più lungo periodo, poiché nelle aree direttamente colpite dalla guerra non è possibile piantare o raccogliere coltivazioni, non vi è disponibilità di lavoratori e le infrastrutture produttive e di trasporto subiscono danni. In secondo luogo, il trasporto delle materie prime alimentari dalla Russia è divenuto più dispendioso a causa dei maggiori costi assicurativi<sup>9</sup>. Anche le forniture di petrolio e gas naturale dalla Russia risentono di incertezze, acuendo le pressioni al rialzo sui costi degli input nel settore agricolo e in quello della lavorazione dei prodotti alimentari dell'UE. Inoltre, la Russia ha vietato la vendita all'estero di fertilizzanti, di cui è il maggiore esportatore mondiale, fino ad

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 1 *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

<sup>7</sup> A tali pressioni sui prezzi potrebbero contribuire le restrizioni all'esportazione di fertilizzanti da parte della Cina. Cfr. Bown, C.P. e Wang, Y., "China's recent trade moves create outside problems for everyone else", *RealTime Economic Issues Watch*, Peterson Institute for International Economics, 25 aprile 2022.

<sup>8</sup> Fra questi figurano segale, orzo, grano saraceno, miglio, zucchero, sale e carne.

<sup>9</sup> Cfr. "The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict", *Information Note*, Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura, 25 marzo 2022.

agosto 2022<sup>10</sup>. Infine, l'UE ha adottato ulteriori sanzioni contro la Bielorussia, imponendo un divieto totale alle importazioni di idrossido di potassio e carburanti, fra altri prodotti<sup>11</sup>. Tali restrizioni al commercio internazionale di concimi determineranno ulteriori aumenti dei prezzi sia a livello mondiale sia nell'area dell'euro, mentre la riduzione dell'offerta potrebbe anche incidere sui rendimenti mondiali dei raccolti nel periodo a venire.

**Se la dipendenza complessiva dell'area dell'euro da Russia, Ucraina e Bielorussia è limitata, per alcune materie prime alimentari l'esposizione diretta verso la regione colpita dalla guerra è significativa.**

L'UE è ampiamente autosufficiente in termini di prodotti agricoli, dal momento che produce più di quanto consuma<sup>12</sup>. Per quanto riguarda il commercio di prodotti agricoli e concimi nell'area dell'euro, la quota maggiore è scambiata all'interno dell'area stessa (57 per cento), mentre Russia, Ucraina e Bielorussia rappresentano nell'insieme solo il 2 per cento delle importazioni totali (cfr. il pannello a) del grafico C)<sup>13</sup>. Scomponendo le importazioni per prodotto, si nota che l'area dell'euro importa dalla regione interessata (principalmente dall'Ucraina) un'ampia quota di granturco, utilizzato soprattutto nei mangimi per animali (cfr. il pannello b) del grafico C). Anche le importazioni di semi oleosi, frumento e zucchero, provenienti per lo più dall'Ucraina, sono significative<sup>14</sup>. Questo tipo di importazioni influenzano l'inflazione armonizzata dei beni alimentari attraverso la catena del valore e, poiché l'offerta di questi beni specifici sui mercati mondiali è scarsa, ulteriori vincoli nella fornitura possono far crescere considerevolmente i prezzi. Ad esempio, benché le famiglie possano sostituire l'olio di semi di girasole con altri oli o grassi di origine vegetale o animale, esso è anche impiegato nella produzione di numerosi beni alimentari trasformati, per cui la riduzione dell'offerta ha un impatto marcato. Un'offerta ridotta di mangimi animali può influire anche sulle forniture e sui prezzi della carne. Inoltre, l'area dell'euro importa dalla regione colpita dal conflitto più di un quarto dei suoi fertilizzanti, difficili da sostituire con altre fonti di approvvigionamento.

---

<sup>10</sup> Cfr. Weil, P. e Zachmann, G., "The impact of the war in Ukraine on food security", *Blog post*, Bruegel, 21 marzo 2022.

<sup>11</sup> Cfr. Guarascio, F., "EU bans 70% of Belarus exports to bloc with new sanctions over Ukraine invasion", *Reuters*, 2 marzo 2022.

<sup>12</sup> Cfr. *Short-term outlook for EU agricultural markets in 2022*, n. 32, Commissione europea, primavera 2022.

<sup>13</sup> Per quanto riguarda le importazioni di prodotti agricoli dall'esterno dell'area, la Russia rappresenta l'1,7 per cento, l'Ucraina il 2,6 e la Bielorussia lo 0,1.

<sup>14</sup> Cipro, Portogallo e Paesi Bassi sono i paesi dell'area dell'euro maggiormente dipendenti dalle importazioni di frumento ucraino.

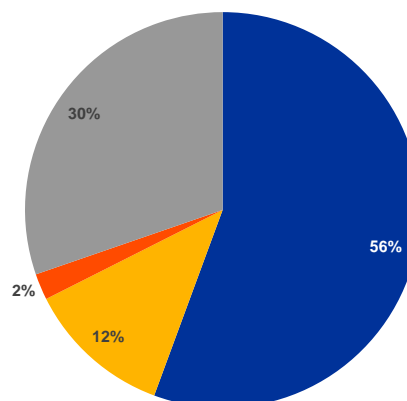
## Grafico C

### Dipendenza dell'area dell'euro dalle importazioni di prodotti agricoli e fertilizzanti da Russia, Ucraina e Bielorussia

#### a) Scomposizione delle importazioni di beni alimentari e fertilizzanti nell'area dell'euro

(in percentuale delle importazioni totali)

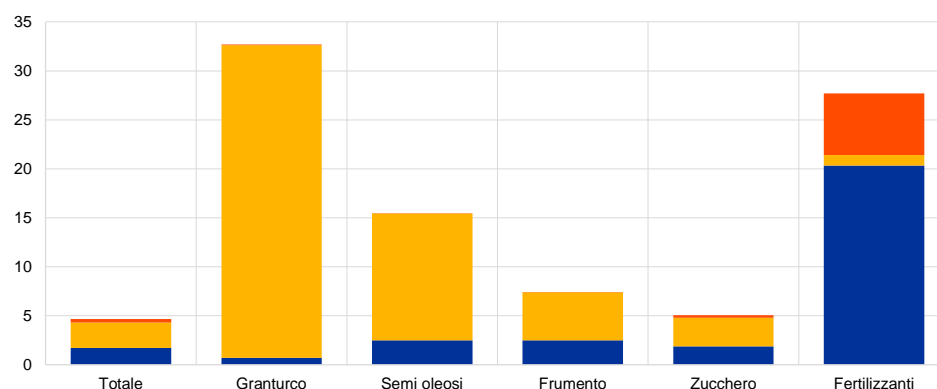
■ Interno dell'area dell'euro  
■ Altri paesi UE  
■ RU, UA, BY  
■ Esterno dell'area dell'euro esclusi RU, UA, BY e altri paesi UE



#### b) Dipendenza dell'area dell'euro dalle importazioni di prodotti agricoli e fertilizzanti in percentuale delle importazioni totali dall'esterno dell'area

(in percentuale delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro)

■ Russia  
■ Ucraina  
■ Bielorussia



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati si riferiscono all'anno 2020.

### L'inflazione dei beni alimentari è cresciuta in misura maggiore nei paesi dell'area dell'euro più dipendenti dalle importazioni agricole provenienti da Russia, Ucraina e Bielorussia.

I paesi baltici e la Finlandia sono gli Stati dell'area dell'euro maggiormente dipendenti dalle importazioni di prodotti agricoli e fertilizzanti da Russia, Ucraina e Bielorussia (cfr. il grafico D), che rappresentano una quota compresa tra l'8 per cento (nel caso della Finlandia) e il 13 per cento (nel caso dell'Estonia) delle importazioni totali di questi prodotti<sup>15</sup>. Negli Stati baltici l'inflazione dei beni alimentari è stata generalmente più elevata e più volatile rispetto ad altri paesi dell'area dell'euro, per via del fatto che si tratta di piccole economie aperte e, quindi, più soggette alle oscillazioni nei mercati internazionali delle materie prime. I tassi di inflazione dei beni alimentari registrati di recente in questi paesi, compresi

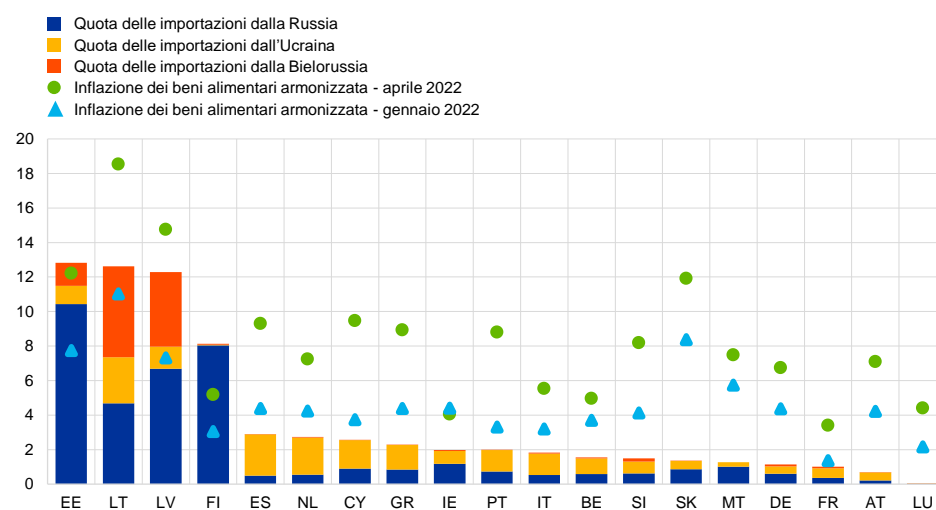
<sup>15</sup> I paesi baltici sono importanti paesi di transito per i prodotti provenienti da Russia e Bielorussia. Per quanto riguarda i fertilizzanti, i dati sono stati corretti al fine di tenere conto delle riesportazioni.

tra il 12 e il 19 per cento rispetto all'anno precedente, sono stati i più elevati nell'area dell'euro e le differenze all'interno di questa per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC potrebbero ampliarsi ulteriormente in futuro.

### Grafico D

Dipendenza dei paesi dell'area dell'euro dalle importazioni agricole e di fertilizzanti da Russia, Ucraina e Bielorussia e inflazione alimentare armonizzata

(in percentuale delle importazioni totali; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i dati relativi alle importazioni si riferiscono al 2020, quelli relativi all'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC ad aprile 2022.

### Le pressioni sui prezzi nel settore alimentare dell'area dell'euro si sono ulteriormente rafforzate dopo l'invasione russa in Ucraina, a indicare che l'inflazione dei beni alimentari potrebbe rimanere elevata (cfr. il grafico E).

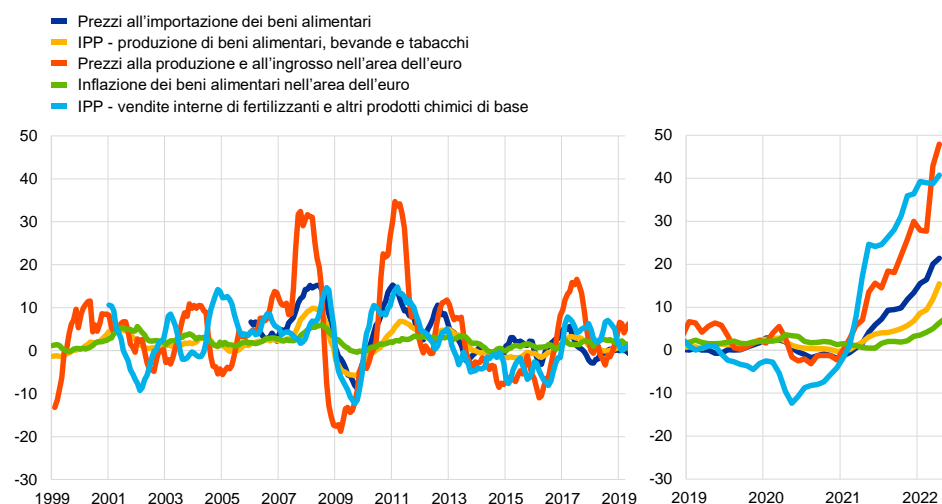
I prezzi all'importazione dei beni alimentari erano già in forte aumento nell'area dell'euro, ma hanno subito un ulteriore incremento dopo l'invasione, con il tasso di crescita sui dodici mesi che è salito al 21,4 per cento in aprile, dal 16,4 di febbraio. Anche i prezzi alla produzione e all'ingrosso<sup>16</sup> hanno registrato un'impennata, pari al 47,9 per cento ad aprile, dal 27,7 di febbraio, sospinti principalmente dai prezzi dei cereali. Nelle fasi successive della catena produttiva, anche i prezzi alla produzione dei beni alimentari hanno fatto osservare un incremento a seguito dell'invasione, rispetto a livelli già elevati. In particolare, i prezzi alla produzione di oli e grassi di origine vegetale e animale e dei mangimi per animali sono cresciuti in maniera sensibile ad aprile, rispettivamente del 39,7 e del 32,2 per cento sui dodici mesi, dal 27,4 e 19,3, rispettivamente, di febbraio. Nei prossimi mesi tali pressioni al rialzo si rifletteranno sui prezzi al consumo dei beni alimentari nell'area dell'euro attraverso la catena di formazione dei prezzi.

<sup>16</sup> I prezzi alla produzione e all'ingrosso nell'area dell'euro sono rilevati dalla Commissione europea (Direzione Generale per l'agricoltura e lo sviluppo rurale). Con prezzi alla produzione si intendono i prezzi franco azienda agricola di produzione al netto di eventuali costi di trasporto o consegna fatturati separatamente.

## Grafico E

### Pressioni inflazionistiche sui prezzi di beni alimentari e fertilizzanti

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e Commissione europea.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per l'inflazione alimentare dell'area dell'euro e ad aprile 2022 per le restanti voci.

**Nel complesso, sebbene la dipendenza diretta dell'area dell'euro dalla regione interessata dalla guerra sia limitata, fatta eccezione per specifiche materie prime, i prezzi dei beni alimentari ne risentono fortemente, dato l'andamento dei prezzi di tali materie a livello mondiale.**

Le importazioni di cereali, semi oleosi e fertilizzanti nell'area dell'euro stanno risentendo della guerra. Anche l'inflazione dei beni alimentari è fortemente influenzata dall'aumento, a livello mondiale, dei prezzi di mercato di questi input utilizzati nella produzione agricola, come anche dal marcato incremento dei prezzi dei beni energetici. In passato simili episodi di rincari dei beni alimentari sono stati seguiti da un adeguamento economico e dalla tendenza a una moderazione dell'inflazione di tali beni nel medio termine. In questo caso ci si può attendere che l'inflazione rimanga su livelli elevati nei prossimi mesi, nonostante alcuni fattori compensativi. Determinate forniture colpite dalla guerra potrebbero essere sostituite da quelle provenienti dal resto del mondo, ma a prezzi elevati. Vi è anche la possibilità di un aumento della produzione agricola nell'area dell'euro (attraverso l'introduzione di "aree di interesse ecologico" nelle coltivazioni e la ridefinizione delle priorità nella produzione del granturco), che contribuirebbe ad attenuare l'impatto del conflitto sui mercati dei cereali, almeno in termini quantitativi<sup>17</sup>. La minore offerta di mangimi per animali da parte di Russia e Ucraina può essere in parte compensata da un aumento di quella di altre regioni (ad esempio l'America latina), ma molto probabilmente a prezzi più elevati. È improbabile che queste misure possano controbilanciare in misura considerevole i rincari dei beni alimentari nel breve termine, poiché diversi input sono difficilmente sostituibili con breve preavviso e costituiranno prevedibilmente le principali determinanti della futura

<sup>17</sup> Cfr. "Supply shock caused by Russian invasion of Ukraine puts strain on various EU agri-food sectors", Commissione europea, 5 aprile 2022.

dinamica di questo tipo di inflazione<sup>18</sup>. Ad esempio, a causa della riduzione dell'offerta e dell'aumento dei prezzi dei fertilizzanti, ci si attende che nel 2023 persisteranno pressioni inflazionistiche.

---

<sup>18</sup> Vi sono altri fattori che potrebbero influire sull'offerta e sui prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro: ad esempio le forniture mondiali di materie prime alimentari, le restrizioni alle esportazioni introdotte in alcuni paesi dopo l'invasione russa dell'Ucraina e la costituzione di scorte da parte delle famiglie dell'area.

## Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro

a cura di Annette Fröhling<sup>1</sup>, Derry O'Brien e Stefan Schaefer<sup>2</sup>

### **Questo riquadro introduce una nuova misura dell'inflazione interna per l'area dell'euro che tiene conto dell'intensità delle importazioni nelle voci dello IAPC.**

Per questo nuovo indicatore, le intensità delle importazioni nelle voci dello IAPC sono ricavate utilizzando informazioni provenienti dai dati di contabilità nazionale e dalle tavole di input-output. Le voci dello IAPC con un'intensità di importazioni relativamente bassa vengono successivamente aggregate all'indicatore di inflazione noto come indicatore LIMI (Low IMport Intensity, a bassa intensità di importazioni)<sup>3</sup>. La soglia di intensità delle importazioni al di sotto della quale una voce dello IAPC viene inclusa nell'indicatore è determinata sulla base di criteri empirici. Sebbene l'obiettivo di inflazione della BCE sia formulato in termini di inflazione complessiva, il concetto di inflazione interna assume una rilevanza analitica per la politica monetaria, poiché svolge un ruolo centrale nel relativo meccanismo di trasmissione<sup>4</sup>. Il deflatore del PIL è un indicatore dell'inflazione interna comunemente utilizzato che, pur sottraendo l'inflazione importata, rileva andamenti dei prezzi che vanno al di là dei prezzi al consumo, ad esempio di beni di investimento o esportazioni che potrebbero non essere strettamente collegati con l'inflazione al consumo determinata da fattori interni. Inoltre, i comuni indicatori dell'inflazione di fondo che si fondano sull'esclusione di alcune componenti possono comunque includere voci ad alta intensità di importazioni. Il nuovo indicatore dell'inflazione LIMI può integrare le informazioni fornite da alcuni di questi altri indicatori. Esso segnala che, sebbene il brusco incremento dell'inflazione complessiva sia principalmente riconducibile all'inflazione importata, nell'ultimo anno sono aumentate anche le pressioni inflazionistiche<sup>5</sup>.

**L'intensità delle importazioni di ciascuna voce dello IAPC è calcolata come il contenuto delle importazioni dirette e indirette, al netto delle imposte, dei consumi privati.** Quanto più elevato è il contenuto delle importazioni di una

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank.

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank.

<sup>3</sup> In generale, gli indicatori IAPC sono modellati sulle caratteristiche del mercato interno, ossia in modo tale da includere i prodotti acquistati in un dato paese. Per contro, il concetto di indicatore dell'inflazione "interna" presuppone che alcune componenti dello IAPC siano prodotte in un paese estero, e che gli andamenti dei prezzi di tali componenti "non interne" siano determinati principalmente dalle condizioni del mercato estero.

<sup>4</sup> Il concetto di inflazione interna, così come teorizzato nel presente riquadro, è strettamente correlato a quello di inflazione non commerciabile. La differenza consiste nel fatto che il concetto di inflazione non commerciabile considera l'intensità delle esportazioni e quella delle importazioni di diversi beni e servizi destinati a tutti gli usi, mentre l'inflazione interna si riferisce ai beni e ai servizi prodotti a bassa intensità di importazioni destinati al consumo interno.

<sup>5</sup> Cfr. F. Panetta, "A piccoli passi, nell'oscurità: la politica monetaria all'indomani della pandemia", intervento pronunciato presso lo European University Institute il 28 febbraio 2022, nonché F. Panetta "Patient monetary policy amid a rocky recovery", intervento pronunciato presso lo Sciences Po il 24 novembre 2021. Si noti che l'indicatore dell'inflazione LIMI cui si fa riferimento in tali interventi è ricavato in base ai dati del [World Input-Output Database](#) (WIOD), che è stato successivamente rivisto utilizzando un sistema di mappatura fondato sulla banca dati FIGARO (Full International and Global Accounts for Research in Input-Output analysis) dell'Eurostat.

determinata voce dei consumi privati, tanto più il prezzo di tale bene o servizio dovrebbe reagire a fattori internazionali, dato che il contenuto delle importazioni dei consumi, al netto delle imposte, è approssimativamente equivalente all'elasticità di lungo periodo dell'inflazione al consumo alle variazioni dei prezzi all'importazione<sup>6</sup>. Il contenuto di importazioni complessivo comprende il contenuto di importazioni dirette nei consumi privati (ovvero le importazioni dall'esterno dell'area dell'euro di beni destinati al consumo diretto delle famiglie) e quello di importazioni indirette (ossia le importazioni dall'esterno dell'area di beni intermedi utilizzati per la produzione, all'interno dell'area, di beni di consumo finali). Il contenuto totale di importazioni in una voce dello IAPC viene calcolato utilizzando in primo luogo i dati provenienti dalle tavole di input-output per stimare il contenuto di importazioni dei prodotti di consumo classificati per attività, e quindi mettendo in relazione tali prodotti con le 94 voci che compongono lo IAPC<sup>7</sup>. Applicando tale approccio, nel 2017 l'intensità delle importazioni si è collocata tra il 19 e il 32 per cento per le componenti energetiche dello IAPC, su un valore prossimo al 22 per cento per i beni alimentari inclusi nello IAPC, su un intervallo di valori compresi tra il 3 e il 68 per cento per i servizi inclusi nello IAPC e tra l'11 e il 44 per cento per i beni industriali non energetici conteggiati nel medesimo indice (cfr. il grafico A)<sup>8</sup>.

---

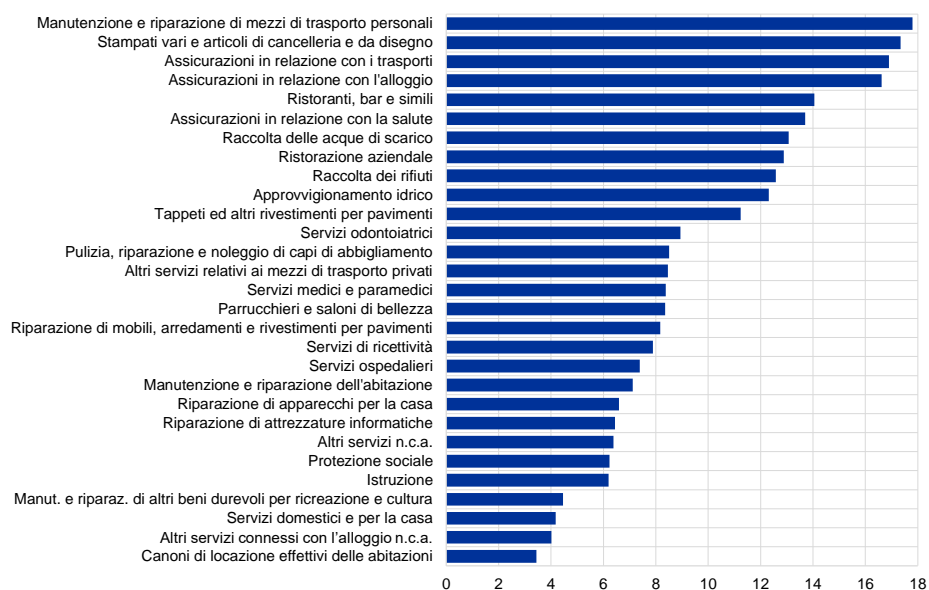
<sup>6</sup> Un motivo di cautela al riguardo consiste nel fatto che anche il grado di sostituibilità con le importazioni potrebbe incidere sui prezzi, e tale aspetto non è tenuto in debito conto. Ad esempio, anche per una voce a intensità di importazione pari a zero, le imprese nazionali possono decidere di mantenere il prezzo su un livello pari a quello del mercato internazionale per evitare la perdita di quote di mercato a fronte di alternative d'importazione. Inoltre, andando oltre l'approccio ampiamente statistico adottato nella presente analisi, l'inflazione interna potrebbe anche essere definita in base all'origine degli shock economici. Ad esempio, se il prezzo di un bene, anche a elevata intensità di importazione, dovesse essere fortemente influenzato dalla domanda nell'area dell'euro, tale inflazione importata potrebbe comunque essere definita "interna", a indicare che è sottoposta al controllo della politica monetaria interna.

<sup>7</sup> Le principali fonti di dati utilizzate per calcolare l'intensità delle importazioni per le singole voci dello IAPC sono la banca dati FIGARO e le corrispondenti tavole relative all'offerta e all'utilizzo. I dati provenienti dalla banca dati FIGARO vengono forniti con frequenza annuale e per un numero di settori sufficiente; si riferiscono al periodo tra il 2010 e il 2017 (i calcoli relativi al periodo 2000-2009 si basano invece sui dati WIOD). Il calcolo delle tavole di corrispondenza tra le 64 voci della classificazione finale dei prodotti per attività (Classification of Products by Activity, CPA) nella banca dati FIGARO e le 94 voci dello IAPC al livello di aggregazione a 4 cifre del sistema di classificazione COICOP è basato su un [elenco di corrispondenza fornito dall'Eurostat](#) (COICOP è l'acronimo di classification of individual consumption by purpose, classificazione dei consumi individuali per finalità). Per stabilire le corrispondenze, si utilizzano come informazioni ausiliarie anche i dati Eurostat sul commercio all'ingrosso e al dettaglio, la spesa per consumi finali ai prezzi dell'acquirente e i pesi attribuiti nella classificazione COICOP alle singole voci dello IAPC. Le intensità delle importazioni variano di anno in anno dal 2000 al 2017 e sono poi fissate sui valori di quest'ultimo anno fino alla successiva pubblicazione dei dati FIGARO. Le corrispondenze si fondano su informazioni disponibili al pubblico e rappresentano una semplice approssimazione dell'intensità delle importazioni.

<sup>8</sup> Le due voci dello IAPC relative al trasporto di passeggeri per via aerea e per via marittima o di acque interne evidenziano intensità di importazioni molto elevata. La ragione di ciò è che non è possibile calcolare separatamente l'intensità delle importazioni per i servizi di trasporto passeggeri e merci, poiché le corrispondenti voci della classificazione CPA relative al trasporto aereo e per vie d'acqua non fanno distinzione tra le due categorie di trasporto. La terza voce in ordine di intensità delle importazioni è quella dei pacchetti vacanze, con una quota pari al 35 per cento.

## Grafico A

Voci dello IAPC con un'intensità delle importazioni inferiore al 18 per cento nel 2017



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Nota: a causa di vincoli spaziali, gli istogrammi mostrano solo le voci dello IAPC (al livello di classificazione COICOP a 4 cifre) con un'intensità delle importazioni inferiore al 18 per cento, soglia determinata sulla base della valutazione empirica.

**La capacità di monitorare l'inflazione complessiva nel medio periodo è il principale criterio utilizzato per determinare una soglia ottimale per l'intensità delle importazioni; le voci dello IAPC che si collocano al di sotto di tale soglia vengono assegnate all'indicatore di inflazione LIMI.** La soglia per l'indicatore di inflazione LIMI utilizzato nella nostra analisi è determinata sulla base di criteri empirici. Tali criteri includono la distorsione storica e la precisione complessiva, misurata dall'errore quadratico medio (EQM), nel monitorare gli andamenti dell'inflazione complessiva nel medio periodo<sup>9</sup>. Per il periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale, la distorsione tende a essere maggiore per i valori soglia a bassa intensità di importazioni (cfr. il grafico B)<sup>10</sup>. Ciò potrebbe riflettere il fatto che sono in larga misura le voci relative ai servizi a caratterizzarsi per una bassa intensità delle importazioni ma, allo stesso tempo, per un tasso di inflazione medio relativamente elevato. Con l'innalzamento della soglia, la distorsione tende a diminuire poiché un maggior numero di voci relative a beni industriali non energetici — che tendenzialmente presentano, in media, tassi di inflazione più bassi —

<sup>9</sup> È necessaria una stima della componente persistente dell'inflazione, di per sé inosservabile, per determinare un valore di riferimento. Il valore di riferimento principale nel mese  $t$  è definito come tasso di crescita annualizzato dello IAPC nei due anni successivi, ovvero  $1.200 * (p_{t+h} - p_t) / h$  dove  $p_t$  indica il livello dei prezzi al tempo  $t$  e  $h$  equivale a 24 mesi. I risultati sono confermati anche con l'uso di proxy alternative per la componente persistente dell'inflazione, come un parametro di riferimento corrispondente basato sull'inflazione a tre anni. Il periodo campione successivo alla crisi finanziaria mondiale va da settembre 2008 a dicembre 2017. Per calcolare il valore di riferimento a due anni sono necessari i dati da gennaio 2018 a dicembre 2019. I dati relativi al periodo della pandemia non sono utilizzati.

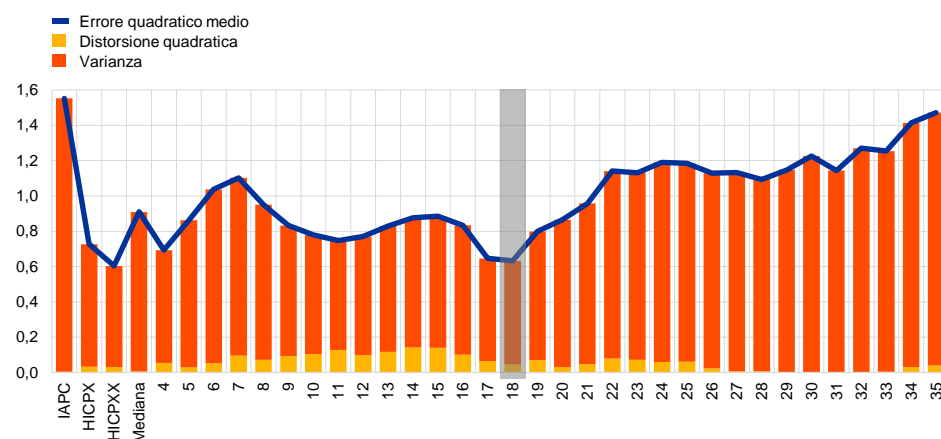
<sup>10</sup> Nel periodo campione precedente la crisi finanziaria mondiale non è stata determinata una chiara soglia ottimale per l'intensità delle importazioni. Gran parte della forte distorsione positiva nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel periodo campione precedente la crisi finanziaria mondiale è riconducibile agli alti tassi di inflazione medi delle voci con un elevato impiego di petrolio, quali i carburanti liquidi. Queste voci presentano un'elevata intensità di importazioni e sono tendenzialmente escluse dall'intervallo di soglie considerato.

confluisce nell'indicatore di inflazione LIMI. L'indicatore, basato su una soglia del 18 per cento, sembra fornire la massima accuratezza previsiva e generare una distorsione relativamente modesta<sup>11</sup>. Tra gli indicatori standard dell'inflazione di fondo basati sull'esclusione di alcune componenti, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia, beni alimentari, voci legate ai viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) presenta il margine EQM più basso; tale misura è sostanzialmente comparabile a quella fornita dall'indicatore di inflazione LIMI, con una soglia impostata al 18 per cento.

### Grafico B

Accuratezza dei potenziali indicatori di inflazione LIMI e dei comuni indicatori dell'inflazione di fondo durante il periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale e precedente la pandemia

(asse delle ascisse: intensità delle importazioni massima espressa in percentuale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: le metriche, ovvero la distorsione, la varianza e l'errore quadratico medio, sono calcolate per i potenziali indicatori di inflazione LIMI con soglie di intensità delle importazioni comprese tra il 4 e il 35 per cento nel periodo tra settembre 2008 e dicembre 2019; l'area ombreggiata indica la soglia preferita del 18 per cento. Il valore di riferimento è definito come il tasso di crescita annualizzato dello IAPC nei due anni successivi. HICPX fa riferimento all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, mentre HICPXX indica l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate viaggi, abbigliamento e calzature.

**Gli indicatori di inflazione LIMI mostrano in genere una forte correlazione con le condizioni del ciclo economico.** L'indicatore di inflazione LIMI dovrebbe, in linea di principio, evidenziare una sensibilità relativamente elevata alla capacità produttiva inutilizzata interna. In una regressione della curva di Phillips in forma ridotta basata sull'output gap, l'inclinazione di breve periodo è molto significativa in tutte le regressioni salvo nel caso di indicatori di inflazione LIMI con valori soglia delle importazioni pari o inferiori all'8 per cento<sup>12</sup>. Le inclinazioni di lungo periodo significative si collocano nell'intervallo compreso tra circa 0,24 e 0,48. Quando si

<sup>11</sup> Il periodo antecedente la crisi finanziaria mondiale è stato caratterizzato da un'inflazione persistentemente elevata dei prezzi delle materie prime. Se dovesse ripresentarsi un super-ciclo delle materie prime, probabilmente gli indicatori di inflazione LIMI con una bassa soglia di intensità delle importazioni (che esclude molte voci legate all'energia e ai prodotti alimentari) tornerebbero a evidenziare una considerevole distorsione. Per questo motivo, l'indicatore di inflazione LIMI con una soglia del 18 per cento dovrebbe essere utilizzato solo come misura complementare in una più ampia valutazione degli andamenti dell'inflazione di fondo.

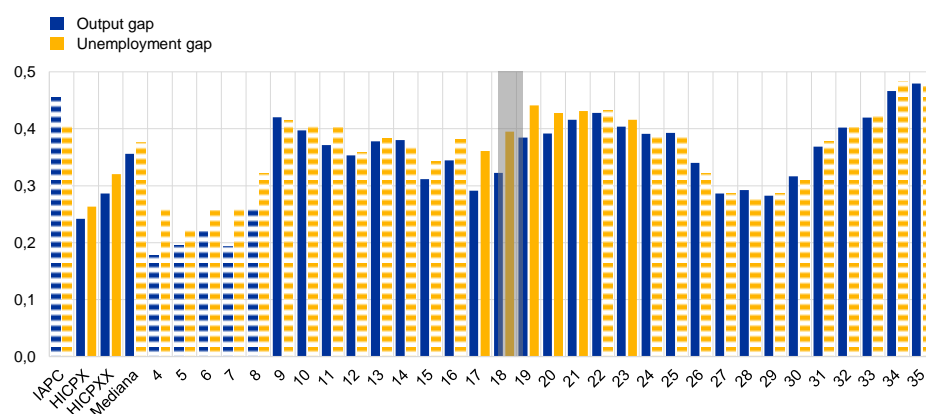
<sup>12</sup> La specificazione della curva di Phillips è la seguente:  $y_t(t) = \alpha + \rho * y_t(t-1) + \beta_i * \text{capacità produttiva inutilizzata}(t-1) + \varepsilon(t)$  dove  $y_t(t)$  indica il tasso di crescita annualizzato destagionalizzato sul trimestre precedente dell'indicatore dell'inflazione interna  $i$  (associato a una determinata soglia di intensità di importazioni) al tempo  $t$  e la capacità inutilizzata è rappresentata dall'output gap o dall'unemployment gap.

utilizza l'unemployment gap come misura della capacità inutilizzata, l'inclinazione è generalmente significativa per una soglia di importazioni compresa tra il 17 e il 23 per cento. Nel complesso, un EQM relativamente basso segnala una soglia del 18 per cento per l'indicatore di inflazione LIMI. Questa scelta è avvalorata da un'inclinazione della curva di Phillips fortemente significativa sia per l'output gap sia per l'unemployment gap, per questo indicatore<sup>13</sup>.

### Grafico C

#### Inclinazione di lungo periodo nella regressione della curva di Phillips relativa agli indicatori di inflazione LIMI e ai comuni indicatori dell'inflazione di fondo

(asse delle ascisse: intensità delle importazioni massima espressa in percentuale)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: HICPX fa riferimento all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, mentre HICPXX indica l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate ai viaggi e di abbigliamento e calzature. La mediana è ponderata. Il segno dell'inclinazione per l'unemployment gap è invertito. Le corrispondenti inclinazioni di breve periodo non significative al livello dell'1 per cento sono mostrate negli istogrammi a righe orizzontali. Il periodo campione è compreso fra il secondo trimestre del 2003 e il quarto trimestre del 2019.

#### L'indicatore di inflazione LIMI, basato su una soglia di intensità di importazioni del 18 per cento, comprende prevalentemente voci corrispondenti ai servizi inclusi nello IAPC.

Rispetto alle complessive 94 voci incluse nello IAPC al livello di disaggregazione a 4 cifre della classificazione COICOP, l'indicatore di inflazione LIMI è sceso a 29 voci nel 2017, dalle 34 del 2010, rappresentando rispettivamente il 35 e il 40 per cento del totale, per peso. Tale calo potrebbe in parte riflettere una maggiore prevalenza delle catene di approvvigionamento mondiali in tale periodo. Poiché le voci relative ai beni alimentari ed energetici hanno di norma un'intensità di importazioni superiore alla soglia del 18 per cento, tendono a non essere incluse nell'indicatore di inflazione LIMI. È esclusa anche la maggior parte delle voci relative a beni industriali non energetici<sup>14</sup>. Sono invece incluse le voci relative ai servizi, con alcune eccezioni come i servizi connessi ai trasporti, i pacchetti vacanze, i servizi postali e i servizi culturali. Poiché questo indicatore comprende prevalentemente voci relative ai servizi, tende a evidenziare anche un livello medio di inflazione

<sup>13</sup> Inoltre, nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale e precedente la pandemia, l'unico indicatore di inflazione LIMI che mostra un'inclinazione significativa per l'unemployment gap è quello con la soglia del 18 per cento.

<sup>14</sup> Le seguenti voci relative a beni industriali non energetici sono incluse dal 2017 in poi: tappeti e altri rivestimenti per pavimenti; approvvigionamento idrico; stampati vari e articoli di cancelleria e da disegno.

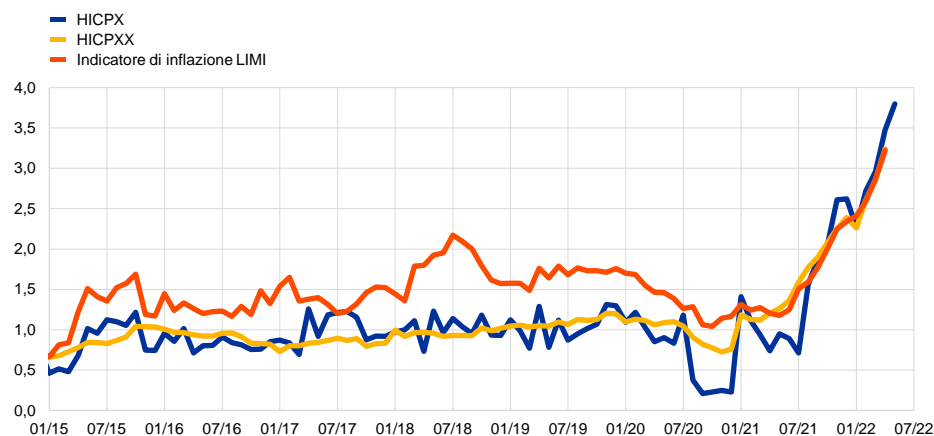
superiore a quello dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto di energia e beni alimentari<sup>15</sup>.

**L'indicatore di inflazione LIMI suggerisce che, sebbene il brusco aumento dell'inflazione complessiva sia principalmente riconducibile all'inflazione importata, nell'ultimo anno sono aumentate anche le pressioni inflazionistiche interne.** L'indicatore di inflazione LIMI segnala un lieve aumento delle pressioni inflazionistiche di fondo negli anni immediatamente precedenti la pandemia di COVID-19 (cfr. il grafico D). Successivamente, dopo un netto calo che ha fatto seguito all'inizio della pandemia, l'indicatore di inflazione LIMI ha iniziato a seguire una traiettoria ascendente a metà del 2021<sup>16</sup>. Tale indicazione è sostanzialmente confermata dall'HICPXX. L'indicatore di inflazione LIMI, così come l'HICPXX, è stato meno interessato, rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, dalla forte volatilità dei servizi collegati ai viaggi durante la pandemia, dal momento che alcune di queste voci hanno un contenuto di importazioni più elevato rispetto alla soglia del 18 per cento. L'indicatore di inflazione LIMI segnala inoltre che i recenti elevati livelli di inflazione si riferiscono perlopiù all'inflazione importata, e riflettono gli shock all'offerta e alla domanda a livello mondiale, che si trasmettono in misura crescente all'economia dell'area dell'euro attraverso i prezzi all'importazione (cfr. il grafico E).

#### Grafico D

L'indicatore di inflazione LIMI in rapporto ai comuni indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: l'indicatore di inflazione LIMI è basato su una soglia del contenuto di importazioni del 18 per cento. HICPX fa riferimento all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, mentre HICPXX indica l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per l'HICPX (stima preliminare) e ad aprile 2022 per le restanti voci dello IAPC.

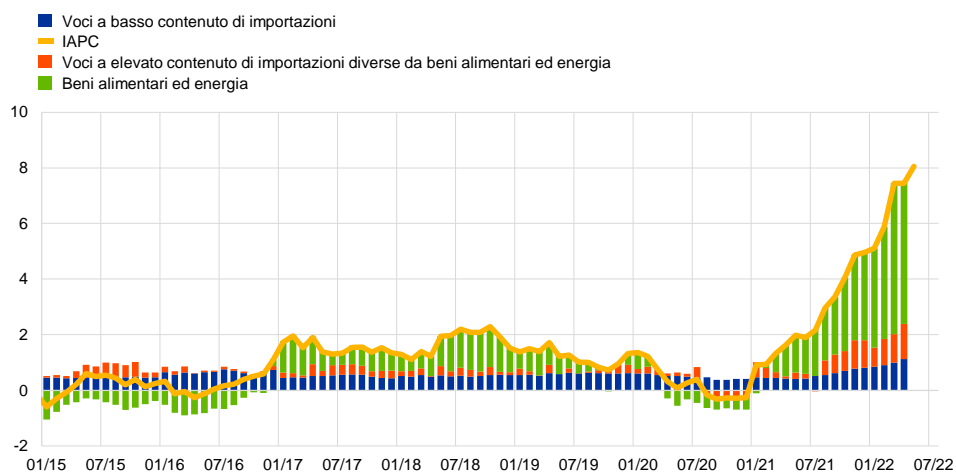
<sup>15</sup> Cfr. il riquadro 5 *Le determinanti della variazione del divario fra inflazione nel settore dei servizi e inflazione nel settore dei beni* nel numero 5/2019 di questo Bollettino.

<sup>16</sup> Tale traiettoria ascendente può essere in parte ricondotta agli effetti indiretti dei prezzi più elevati delle materie prime a livello internazionale sulle voci dello IAPC incluse nell'indicatore di inflazione LIMI. Tuttavia l'entità di questi effetti è difficile da quantificare.

## Grafico E

### Scomposizione dell'inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: le voci con un contenuto di importazioni inferiore sono correlate con quelle dell'indicatore dell'inflazione interna basato su una soglia del contenuto di importazioni del 18 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 per lo IAPC (stima preliminare) e ad aprile 2022 per le restanti voci di tale indice.

### L'indicatore di inflazione LIMI può fornire informazioni aggiuntive per una valutazione delle pressioni inflazionistiche di fondo.

In particolare nei periodi caratterizzati da ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime a livello internazionale o da movimenti del tasso di cambio dell'euro, questo indicatore dell'inflazione interna può contribuire a valutare la persistenza degli andamenti dell'inflazione di fondo<sup>17</sup>. Tuttavia, come nel caso di altri indicatori dell'inflazione di fondo, l'accuratezza dell'indicatore di inflazione LIMI può essere sporadica<sup>18</sup>. Inoltre, poiché le intensità delle importazioni possono variare nel tempo, può modificarsi anche la composizione delle voci dello IAPC nell'indicatore dell'inflazione interna<sup>19</sup>. In generale, sarebbe utile poter disporre di informazioni più dettagliate sull'intensità delle importazioni nelle componenti dello IAPC a un livello di disaggregazione più elevato. Nel complesso, l'indicatore di inflazione LIMI dovrebbe essere utilizzato come misura complementare all'interno di un più ampio insieme di indicatori dell'inflazione di fondo. Inoltre, una valutazione basata su tali indicatori dovrebbe essere integrata da un'analisi delle determinanti a carattere più strutturale, per una migliore comprensione del processo inflazionistico.

<sup>17</sup> Ciò presupponendo che tali movimenti dei prezzi delle materie prime e dei tassi di cambio esercitino effetti una tantum.

<sup>18</sup> Cfr. il capitolo 6 in "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", Gruppo di lavoro sulla misurazione dell'inflazione, *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, settembre 2021.

<sup>19</sup> Sebbene queste variazioni nella composizione tendano a essere infrequenti, ciò potrebbe rappresentare un fattore che incide sulla traiettoria dell'indicatore di inflazione LIMI che dovrà essere tenuto sotto osservazione.

## 8 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 9 febbraio al 19 aprile 2022

a cura di Joonas Koukkunen e Anne van der Graaf

**Il presente riquadro descrive le operazioni di politica monetaria condotte dalla BCE e gli andamenti della liquidità durante il primo e il secondo periodo di mantenimento delle riserve del 2022.** Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 9 febbraio 2022 al 19 aprile 2022 (il "periodo di riferimento").

**La liquidità media in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro è cresciuta di 77,1 miliardi di euro nel periodo di riferimento, raggiungendo un livello record pari a 4.490,6 miliardi di euro.** Tale aumento è riconducibile agli acquisti di attività condotti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) e del programma di acquisto di attività (PAA). L'effetto degli acquisti di attività sulla liquidità in eccesso è stato in parte compensato da un aumento stagionale dei fattori autonomi netti e da un lieve calo pari a circa 4,5 miliardi di euro delle operazioni di credito in essere.

### Fabbisogno di liquidità

**Il fabbisogno giornaliero medio di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è aumentato di 81,1 miliardi di euro, fino a raggiungere i 2.575,9 miliardi durante il periodo di riferimento.** Rispetto al periodo di riferimento precedente, l'incremento è quasi interamente imputabile a un aumento pari a 81,2 miliardi dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto i 2.422,1 miliardi di euro (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), mentre le riserve obbligatorie minime sono aumentate solo marginalmente di 0,6 miliardi di euro, attestandosi a 155,4 miliardi.

**Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 149,9 miliardi di euro, raggiungendo i 3.321,9 miliardi, trainati principalmente dagli incrementi di altri fattori autonomi e dei depositi delle amministrazioni pubbliche.** Gli altri fattori autonomi (cfr. la tavola A per ulteriori informazioni) durante il periodo di riferimento sono aumentati di 67,7 miliardi di euro, raggiungendo i 1.103,5 miliardi. Le banconote in circolazione hanno registrato una forte espansione pari a 32,2 miliardi di euro, attestandosi a 1.563,2 miliardi. Ciò sarebbe riconducibile in parte all'elevata, ma temporanea, domanda a scopo precauzionale emersa in alcune giurisdizioni a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, nonché al fatto che le famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno ritirato contante proveniente da misure ad hoc di sostegno pubblico. I depositi delle amministrazioni pubbliche hanno seguito i consueti andamenti stagionali, crescendo di 50,0 miliardi di euro e portandosi a 655,2 miliardi.

**I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 68,7 miliardi di euro, attestandosi a 900,1 miliardi.** Ciò si deve a un aumento pari a 26,9 miliardi delle attività nette denominate in euro e a un incremento pari a 41,8 miliardi di euro delle attività nette sull'estero.

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

## Tavola A

### Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

#### Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 9 febbraio al 15 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 16 marzo al 19 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	3.321,9	(+149,9)	3.288,2	(+90,7)	3.355,5	(+67,3)	3.172,0	(+55,3)
Banconote in circolazione	1.563,2	(+32,2)	1.550,6	(+10,0)	1.575,9	(+25,3)	1.531,0	(+27,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	655,2	(+50,0)	642,6	(+60,5)	667,8	(+25,2)	605,2	(-48,3)
Altri fattori autonomi (netti) <sup>1)</sup>	1.103,5	(+67,7)	1.095,1	(+20,2)	1.111,8	(+16,7)	1.035,8	(+76,4)
<b>Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime</b>	<b>3.758,7</b>	<b>(+85,7)</b>	<b>3.746,8</b>	<b>(+89,9)</b>	<b>3.770,5</b>	<b>(+23,7)</b>	<b>3.673,0</b>	<b>(+58,5)</b>
di cui eccedenze che beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	923,0	(+0,4)	915,7	(-10,2)	930,4	(+14,8)	922,7	(+18,5)
di cui eccedenze che non beneficiano dell'esenzione concessa nel sistema a due livelli	2.835,6	(+85,3)	2.831,2	(+100,1)	2.840,1	(+8,9)	2.750,3	(+40,8)
<b>Riserve obbligatorie minime<sup>2)</sup></b>	<b>155,4</b>	<b>(+0,6)</b>	<b>154,0</b>	<b>(-1,4)</b>	<b>156,8</b>	<b>(+2,8)</b>	<b>154,8</b>	<b>(+2,9)</b>
<b>Soglia di esenzione<sup>3)</sup></b>	<b>932,3</b>	<b>(+3,3)</b>	<b>923,8</b>	<b>(-8,7)</b>	<b>940,8</b>	<b>(+17,0)</b>	<b>928,9</b>	<b>(+17,7)</b>
<b>Depositi presso la banca centrale</b>	<b>730,4</b>	<b>(-9,2)</b>	<b>746,0</b>	<b>(+11,8)</b>	<b>714,9</b>	<b>(-31,1)</b>	<b>739,6</b>	<b>(-12,9)</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 quindi non dovrebbero essere inclusi nel calcolo delle passività totali.

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

<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.

## Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 9 febbraio al 15 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 16 marzo al 19 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
<b>Fattori autonomi di liquidità</b>	<b>900,1</b>	<b>(+68,7)</b>	<b>891,5</b>	<b>(+99,2)</b>	<b>908,6</b>	<b>(+17,1)</b>	<b>831,4</b>	<b>(-147,2)</b>
Attività nette sull'estero	900,2	(+41,8)	887,2	(+9,6)	913,2	(+25,9)	858,4	(+27,5)
Attività nette denominate in euro	-0,1	(+26,9)	4,3	(+89,7)	-4,5	(-8,8)	-27,0	(-174,7)
<b>Strumenti di politica monetaria</b>	<b>7.066,4</b>	<b>(+158,1)</b>	<b>7.043,6</b>	<b>(+91,6)</b>	<b>7.089,3</b>	<b>(+45,7)</b>	<b>6.908,3</b>	<b>(+251,0)</b>
Operazioni di mercato aperto	7.066,4	(+158,1)	7.043,6	(+91,6)	7.089,3	(+45,7)	6.908,3	(+251,0)
Operazioni di credito	2.200,8	(-4,5)	2.201,6	(-0,2)	2.200,1	(-1,5)	2.205,4	(-6,3)
ORP	0,3	(+0,1)	0,3	(-0,0)	0,3	(+0,0)	0,2	(+0,1)
ORLT a tre mesi	0,1	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)
OMRLT-III	2.197,2	(-5,0)	2.197,9	(-0,2)	2.196,5	(-1,3)	2.202,2	(+7,2)
ORLTEP	3,2	(+0,4)	3,4	(+0,0)	3,1	(-0,2)	2,9	(-13,5)
Portafogli definitivi	4.865,6	(+162,7)	4.842,0	(+91,9)	4.889,2	(+47,2)	4.702,9	(+257,3)
Primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	0,0	(-0,4)	0,0	(-0,3)	0,0	(-0,0)	0,4	(-0,0)
Secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	1,0	(-1,2)	1,1	(-0,7)	0,9	(-0,2)	2,1	(-0,3)
Terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite	296,3	(-1,4)	296,0	(-1,4)	296,6	(+0,6)	297,7	(+1,8)
Programma per il mercato dei titoli finanziari	4,2	(-2,3)	5,1	(-1,4)	3,3	(-1,8)	6,5	(-3,0)
Programma di acquisto di titoli garantiti da attività	27,0	(-1,4)	26,9	(-1,1)	27,1	(+0,2)	28,3	(+1,3)
Programma di acquisto di attività del settore pubblico	2.525,6	(+37,9)	2.517,7	(+21,5)	2.533,5	(+15,8)	2.487,7	(+39,8)
Programma di acquisto di attività del settore societario	326,5	(+16,4)	322,5	(+9,3)	330,6	(+8,1)	310,2	(+15,4)
Programma di acquisto per l'emergenza pandemica	1.685,1	(+115,1)	1.672,8	(+66,0)	1.697,3	(+24,5)	1.570,0	(+202,4)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

## Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 9 febbraio al 15 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 16 marzo al 19 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità <sup>1)</sup>	2.575,9	(+81,1)	2.551,1	(-8,2)	2.600,7	(+49,7)	2.494,8	(+202,5)
Fattori autonomi netti <sup>2)</sup>	2.422,1	(+81,2)	2.396,9	(-8,5)	2.447,2	(+50,2)	2.340,8	(+202,5)
Liquidità in eccesso <sup>3)</sup>	4.490,6	(+77,1)	4.492,6	(+99,9)	4.488,6	(-4,0)	4.413,5	(+48,5)

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; in percentuale)

	Periodo di riferimento attuale: dal 9 febbraio al 19 aprile 2022						Periodo di riferimento precedente: dal 3 novembre 2021 all'8 febbraio 2022	
	Primo e secondo periodo di mantenimento		Primo periodo di mantenimento: dal 9 febbraio al 15 marzo		Secondo periodo di mantenimento: dal 16 marzo al 19 aprile		Settimo e ottavo periodo di mantenimento	
ORP	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Depositi presso la banca centrale	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)	-0,50	(+0,00)
€STR	-0,580	(-0,003)	-0,577	(+0,002)	-0,582	(-0,005)	-0,576	(-0,007)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	-0,638	(+0,108)	-0,633	(+0,245)	-0,644	(-0,011)	-0,746	(-0,156)

Fonte: BCE.

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

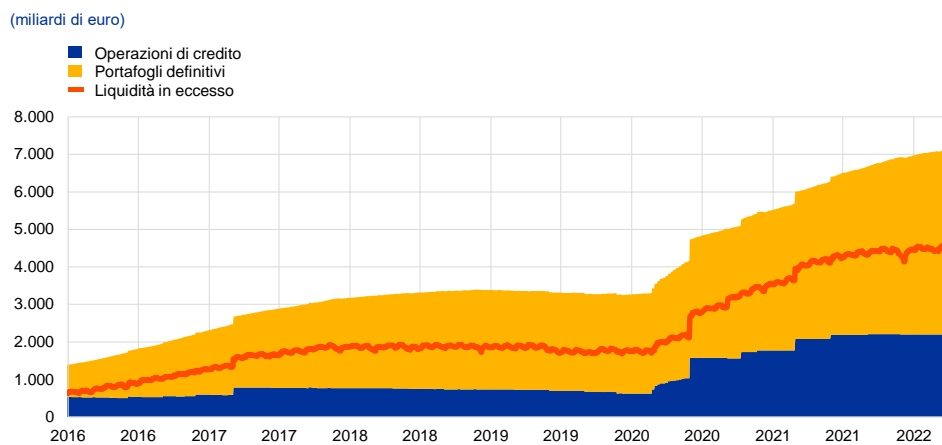
## Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

**L'ammontare medio della liquidità offerta tramite strumenti di politica monetaria è aumentato di 158,1 miliardi di euro e ha raggiunto i 7.066,4 miliardi nel periodo di riferimento (cfr. il grafico A).** Tale aumento è riconducibile agli acquisti netti in corso nell'ambito dei programmi di acquisto di attività, soprattutto il PEPP, nel primo periodo di mantenimento del 2022. Gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP sono stati interrotti nel corso del secondo periodo di mantenimento alla fine del primo trimestre, limitando così il contributo complessivo

dato dai programmi di acquisto all'aumento dell'offerta di liquidità. Le operazioni di credito in scadenza e i rimborsi delle operazioni OMRLT-III hanno dato luogo a un assorbimento di liquidità molto moderato nel periodo di riferimento.

### Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 19 aprile 2022.

#### L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 4,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento.

Tale calo è riconducibile ai rimborsi delle operazioni OMRLT-III nel corso del secondo periodo di mantenimento. Le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi hanno continuato a svolgere un ruolo solo marginale: il ricorso medio alle ORLT è rimasto sostanzialmente stabile, mentre il ricorso alle ORP è aumentato lievemente, di 0,1 miliardi di euro, rispetto al periodo di riferimento precedente.

#### Allo stesso tempo, i portafogli definitivi sono aumentati di 162,7 miliardi di euro, collocandosi a 4.865,6 miliardi, grazie agli acquisti netti condotti nell'ambito del PEPP e del PAA.

L'ammontare medio delle attività detenute nell'ambito del PEPP è aumentato di 115,1 miliardi di euro, raggiungendo 1.685,1 miliardi, rispetto alla media del periodo di riferimento precedente. Fra tutti i programmi di acquisto di attività della BCE, gli acquisti nell'ambito del PEPP hanno offerto il contributo maggiore, seguiti da quelli effettuati nell'ambito del programma di acquisto di attività del settore pubblico (public sector purchase programme, PSPP) e del programma di acquisto di attività del settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP), che hanno fatto registrare, rispettivamente, aumenti medi pari a 37,9 miliardi di euro (fino a 2.525,6 miliardi) e a 16,4 miliardi di euro (fino a 326,5 miliardi). I titoli in scadenza detenuti nell'ambito di programmi non attivi hanno ridotto di 3,8 miliardi di euro le dimensioni dei portafogli definitivi.

## Eccesso di liquidità

**La liquidità media in eccesso è aumentata di 77,1 miliardi di euro, raggiungendo un nuovo massimo storico pari a 4.490,6 miliardi (cfr. il grafico A).** La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e del ricorso ai depositi presso la banca centrale al netto dell'eventuale utilizzo delle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche. I depositi in conto corrente presso le banche eccedenti le riserve obbligatorie minime sono cresciuti di 85,7 miliardi di euro, raggiungendo i 3.758,7 miliardi, mentre l'ammontare medio del ricorso ai depositi presso la banca centrale è diminuito di 9,2 miliardi di euro, fino a 730,4 miliardi.

**Le riserve in eccesso esenti dal pagamento del tasso negativo sui depositi, come previsto dal sistema di remunerazione a due livelli<sup>2</sup>, sono cresciute di 0,4 miliardi di euro, toccando i 923,0 miliardi. La liquidità in eccesso che non beneficia di tale esenzione, comprendente i depositi presso la banca centrale, ha registrato un incremento di 76,1 miliardi di euro, raggiungendo i 3.566,1 miliardi.** Il tasso aggregato d'impiego della soglia massima di esenzione, cioè il rapporto tra le riserve esenti e l'esenzione massima<sup>3</sup>, si attesta al di sopra del 98 per cento dal terzo periodo di mantenimento del 2020 ed è rimasto stabile al 99,0 per cento dal precedente periodo di riferimento. La quota delle riserve esenti rispetto al totale della liquidità in eccesso si è collocata al 20,6 per cento, a fronte del 20,9 per cento registrato nel periodo di riferimento precedente.

## Andamenti dei tassi di interesse

**La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata a -58,0 punti base nel periodo di riferimento.** Dato l'elevato livello di liquidità in eccesso, l'€STR ha continuato a essere relativamente non reattivo, anche a fronte di sostanziali oscillazioni della liquidità. I tassi di riferimento della BCE, cioè quelli applicati ai depositi presso la banca centrale, alle operazioni di rifinanziamento principali e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sono stati mantenuti invariati durante il periodo di riferimento.

**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 10,8 punti base, portandosi a -0,64 per cento nel periodo di riferimento.**

Tale incremento può essere ricondotto alla normalizzazione osservata dopo il minimo storico registrato intorno alla fine dell'anno, che nel periodo di riferimento precedente aveva gravato notevolmente sul dato medio del tasso repo in euro RepoFunds. Nonostante l'aumento del livello medio, l'andamento di fine trimestre è

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

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

stato particolarmente marcato alla fine di marzo, quando il tasso repo in euro RepoFunds ha registrato un livello pari a -0,904 per cento ossia, se si escludono i dati riferiti alla fine dell'anno, il livello più basso dalla fine del primo trimestre del 2017.

# Articoli

## 1 Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo

a cura di **Friderike Kuik, Jakob Fèveile Adolfsen, Eliza Magdalena Lis e Aidan Meyler**

### 1 Introduzione

**I rincari dell'energia ai massimi storici alla fine del 2021 e all'inizio del 2022 hanno esercitato pressioni significative sul potere d'acquisto dei consumatori**<sup>1</sup>. Gli aumenti hanno fatto seguito a un marcato calo dei prezzi dei beni energetici all'inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19). Sebbene l'aumento iniziale di tali prezzi sia stato determinato principalmente dalla ripresa della domanda di energia che ha seguito l'allentamento delle misure di chiusura dopo la prima ondata della pandemia, anche il successivo rialzo dei prezzi nel corso del 2021 ha risentito in misura significativa di problemi dal lato dell'offerta. Tale dinamica è stata accentuata agli inizi del 2022 dall'invasione russa dell'Ucraina. L'aumento dei prezzi del gas in Europa dall'estate del 2021 è stato particolarmente pronunciato e riflette una combinazione di fattori dal lato della domanda e dell'offerta che hanno portato le scorte di gas in Europa a livelli storicamente bassi prima della stagione invernale e reso il mercato del gas vulnerabile all'incertezza di offerta e domanda, anche a causa dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche. Di conseguenza i prezzi al consumo del gas e dell'elettricità, entrambi trainati da quelli del gas naturale, hanno svolto un ruolo sempre più importante nella dinamica della componente energetica dello IAPC e sono stati accompagnati da un andamento dei prezzi dei beni energetici straordinariamente eterogeneo tra un paese e l'altro.

### 2 Andamenti dei mercati dell'energia

**I prezzi delle materie prime energetiche hanno registrato una notevole diminuzione all'insorgere della pandemia, a cui hanno fatto seguito un periodo di ripresa e una successiva impennata, soprattutto dei prezzi del gas.** Il calo immediato dei corsi petroliferi è stato particolarmente pronunciato. Ad esempio, il prezzo del greggio di qualità Brent è sceso del 75 per cento tra febbraio e aprile 2020, mentre quello del gas TTF olandese<sup>2</sup> è diminuito del 44 per cento. Da allora, le quotazioni del petrolio e del gas sono aumentate bruscamente: i prezzi del

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

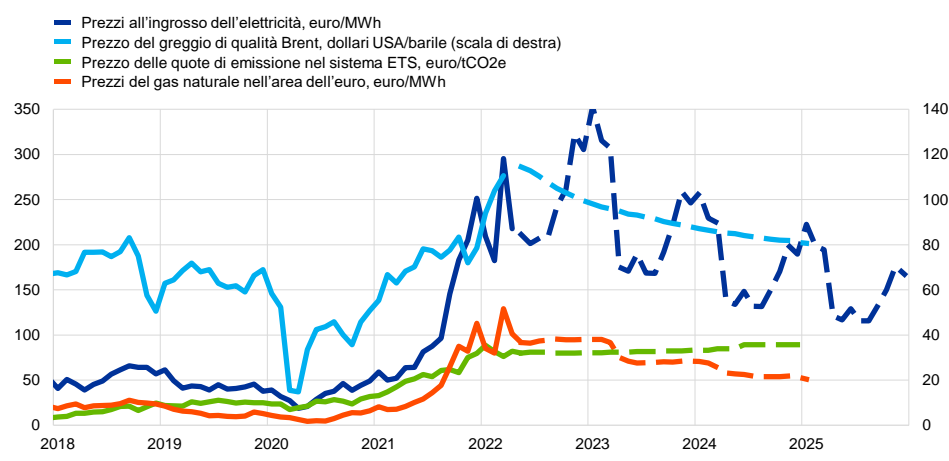
<sup>2</sup> Il Title Transfer Facility (TTF) è il centro di compravendita del gas nei Paesi Bassi e il principale centro di riferimento per il commercio di gas in Europa.

gas hanno raggiunto i livelli precedenti la pandemia già a settembre 2020, seguiti da quelli del petrolio intorno a febbraio 2021. Ciò è in contrasto con l'ultimo episodio di rapida crescita dei prezzi delle materie prime energetiche durante la ripresa successiva alla crisi finanziaria del 2008, quando le quotazioni di petrolio e gas si stabilizzarono su livelli inferiori a quelle precedenti la crisi. L'aumento dei prezzi del gas è stato particolarmente marcato nella seconda metà del 2021 e si è ulteriormente accentuato nella prima metà del 2022: in Europa i prezzi sono saliti del 145 per cento da luglio 2021, mentre i corsi petroliferi hanno segnato un aumento del 46 per cento nello stesso periodo. Sia i prezzi del petrolio sia quelli del gas sono saliti ben al di sopra dei livelli antecedenti la pandemia e il prezzo del gas in Europa ha raggiunto un massimo storico, contribuendo a sua volta a prezzi record del mercato all'ingrosso dell'elettricità (cfr. il grafico 1).

### Grafico 1

Diminuzione dei prezzi dei beni energetici collegata alla pandemia e successivi forti rincari

(scala di sinistra: euro per unità; scala di destra: dollari USA per unità, valori medi mensili)



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

Note: i prezzi all'ingrosso dell'elettricità per l'area dell'euro sono calcolati come media ponderata dei prezzi osservati nelle cinque maggiori economie dell'area (utilizzando come ponderazione la produzione netta di energia elettrica). Le curve dei contratti future dal 29 aprile 2022 sono rappresentate da linee tratteggiate. "ETS" indica il sistema dell'UE deputato allo scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System, EU ETS). Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022.

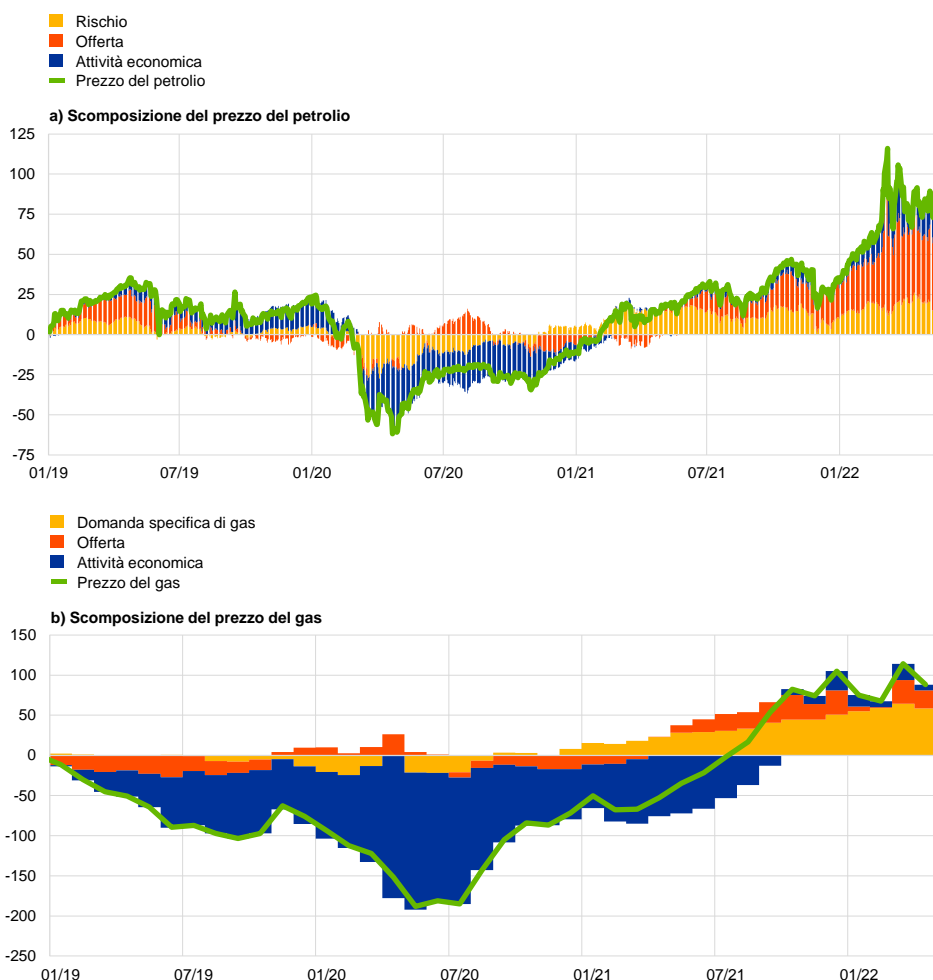
## Determinanti dei prezzi del petrolio e del gas

**Il forte calo dei prezzi delle materie prime energetiche agli inizi del 2020 va ricondotto principalmente all'impatto negativo della pandemia sulla domanda di energia.** Secondo le stime estratte dal modello, gran parte della flessione dei prezzi del petrolio e del gas all'inizio della pandemia potrebbe essere ascrivibile a variazioni della domanda, dato il rallentamento subito dall'attività economica per effetto delle restrizioni connesse al COVID-19 (cfr. il grafico 2).

## Grafico 2

I prezzi del petrolio e del gas sono diminuiti all'inizio della pandemia a causa della minore domanda, mentre i successivi rincari sono stati determinati da una combinazione di fattori

(variazioni percentuali cumulate giornaliere, dal 1° gennaio 2019)



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

Note: modello sui prezzi del petrolio a frequenza giornaliera tratto da 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, i contratti future sul differenziale a termine, le aspettative del mercato sulla volatilità dei corsi petroliferi e l'indice azionario. La componente di rischio individua gli shock relativi ai rischi per la domanda futura di petrolio, mentre la componente dell'attività economica individua gli shock alla domanda corrente derivanti da variazioni dell'attività economica. Modello sui prezzi del gas a frequenza mensile: la scomposizione si basa su un'autoregressione vettoriale bayesiana (BVAR) a tre variabili in cui gli shock sono individuati con restrizioni di segno, che include la quantità di gas nell'area dell'euro (definita come importazioni + produzione interna, esportazioni, variazione delle scorte), il prezzo del gas nell'area dell'euro e la produzione industriale dell'area. La componente della domanda relativa al gas identifica gli shock alla domanda di gas in Europa non determinati dall'attività economica, ad esempio le variazioni della domanda di riscaldamento dovute a mutate condizioni meteorologiche. Gli ultimi due mesi relativi ai volumi di gas e alla produzione industriale sono previsioni a brevissimo termine. Le ultime osservazioni si riferiscono al 20 maggio 2022 per il petrolio e ad aprile 2022 per il gas.

**Il successivo rincaro dei beni energetici ha riflesso in parte la ripresa della domanda di energia.** Il graduale riavvio dell'attività economica e dei viaggi è stato accompagnato da una ripresa in atto della domanda di petrolio. Secondo le stime basate sul modello, un terzo dell'aumento dei corsi petroliferi dal minimo toccato alla fine di aprile 2020 può essere ricondotto a una ripresa della domanda di petrolio. Sebbene la domanda mondiale di gas sia stata determinata anche dalla ripresa economica, soprattutto in Cina, anche in Europa la domanda di gas è stata elevata, a causa di un periodo di temperature più rigide del solito alla fine del 2020 e nella

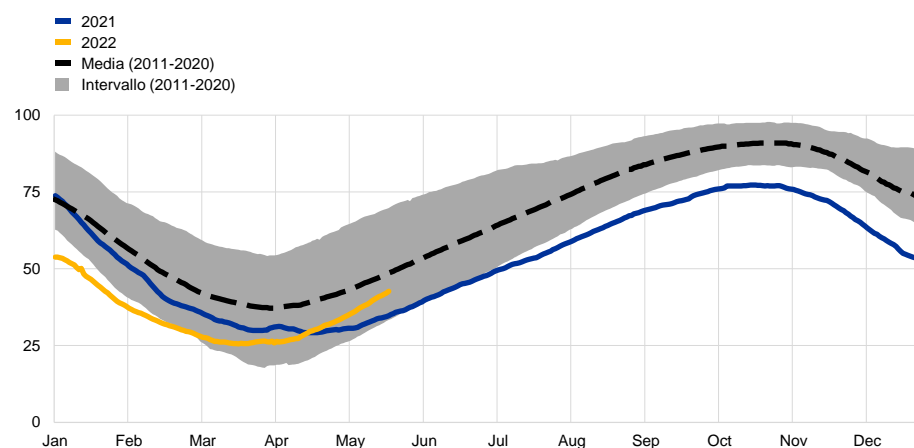
prima metà del 2021. Successivamente, a causa dei venti deboli durante i mesi estivi, l'energia eolica è stata sostituita dal gas. Di conseguenza, gli stoccaggi di gas non sono stati interamente ricostituiti nell'estate del 2021 (cfr. il pannello a) del grafico 3). Dato che i prezzi del gas hanno iniziato a salire a partire dall'estate del 2021, ciò ha avuto ripercussioni anche sulla domanda di altre fonti energetiche, fra cui petrolio e carbone, in quanto sostituti del gas per la produzione di energia elettrica e per il riscaldamento<sup>3</sup>.

### Grafico 3

#### Bassi livelli di stoccaggio del gas in Europa e lenta reazione dell'offerta di petrolio degli Stati Uniti all'aumento dei corsi petroliferi

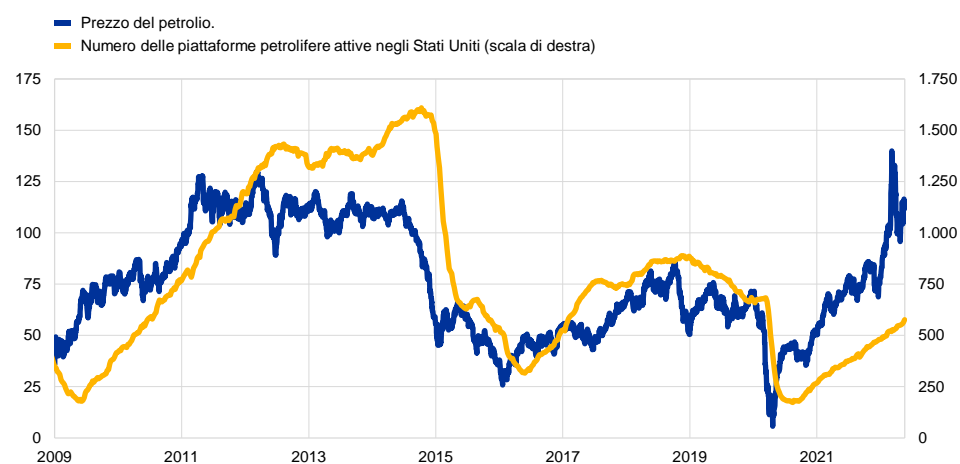
##### a) Tasso di utilizzo dello stoccaggio di gas nell'UE

(in percentuale della capacità totale)



##### b) Prezzo del petrolio e numero delle piattaforme petrolifere attive negli Stati Uniti

(scala di sinistra: dollari USA/barile; scala di destra: numero)



Fonti: Gas Infrastructure Europe ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 21 maggio 2022 per il tasso di utilizzo dello stoccaggio di gas nell'UE e al 20 maggio 2022 per il prezzo del petrolio e le piattaforme petrolifere statunitensi.

**Anche i problemi dal lato dell'offerta hanno avuto un impatto al rialzo sui corsi petroliferi, in particolare a partire dall'estate del 2021 (cfr. il grafico 2).** Il gruppo OPEC+ ha deciso di ridurre l'offerta di petrolio di 9,7 milioni di barili al giorno in

<sup>3</sup> Cfr. *Oil Market Report – October 2021*, Agenzia internazionale per l'energia (AIE), 14 ottobre 2021.

risposta al forte calo della domanda a marzo e aprile 2020. A luglio 2021 il gruppo ha deciso di ripristinare gradualmente la produzione precedente aggiungendo 400.000 barili al giorno ogni mese. Tuttavia, alcuni membri dell'OPEC+ hanno costantemente disatteso i propri obiettivi, limitando l'offerta mondiale. Al contempo, la produzione di petrolio da scisti negli Stati Uniti ha reagito più lentamente agli aumenti dei corsi petroliferi rispetto al passato, a causa della combinazione di effetti persistenti della pandemia sull'industria nazionale del petrolio da scisti e di vincoli di finanziamento per i produttori statunitensi di questo tipo di petrolio (cfr. il pannello b) del grafico 3). Secondo le stime del modello, circa il 40 per cento del rincaro del petrolio da aprile 2020 è ascrivibile a fattori dal lato dell'offerta.

**Anche i vincoli dal lato dell'offerta hanno fornito un importante contributo al rialzo dei prezzi del gas in Europa.** La fornitura da parte della Norvegia è stata contenuta nella prima metà del 2021 a causa di lavori di manutenzione dei gasdotti e, dall'estate del 2021, la fornitura di gas dalla Russia all'UE è diminuita in misura significativa, contribuendo a rallentare la ricostituzione delle scorte di gas in Europa prima della stagione invernale. Verso la fine del 2021 i prezzi del gas in Europa hanno registrato un lieve calo, a causa delle maggiori importazioni di gas naturale liquefatto (GNL) per effetto del differenziale di prezzo positivo tra Europa e Asia, sottolineando il fatto che il mercato europeo del gas è diventato gradualmente più dipendente dall'offerta e dalla domanda di gas a livello mondiale, mentre in precedenza riproduceva da vicino la dinamica del mercato del petrolio. Tale andamento è stato determinato dall'emergere di un mercato mondiale per la produzione del GNL e dalla modifica dell'indicizzazione dei contratti europei relativi al gas (cfr. il riquadro 1).

**L'invasione russa dell'Ucraina ha indotto una rinnovata volatilità dei prezzi delle materie prime energetiche, accelerata dai bassi livelli delle scorte.** La volatilità dei prezzi del petrolio e del gas ha registrato un forte aumento a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina a febbraio 2022 e delle risposte, sul piano delle politiche, all'acuirsi dell'incertezza relativa all'offerta di energia<sup>4</sup>. Tale volatilità è stata amplificata dai bassi livelli delle scorte, che hanno reso i prezzi più sensibili alle variazioni delle prospettive per la domanda e l'offerta di energia.

**È probabile che dal 2014 i modesti investimenti nella produzione di petrolio e gas abbiano limitato l'elasticità dell'offerta alla maggiore domanda, contribuendo così all'incremento dei prezzi delle materie prime energetiche (cfr. il grafico 4).** Anni di scarsi investimenti stanno riducendo la risposta dell'offerta all'aumento della domanda. L'indebolimento degli investimenti potrebbe riflettere da un lato l'impatto dei bassi prezzi dell'energia dopo il calo dei prezzi nel 2014 e dall'altro l'incertezza circa la futura combinazione della domanda di energia a seguito della transizione verde.

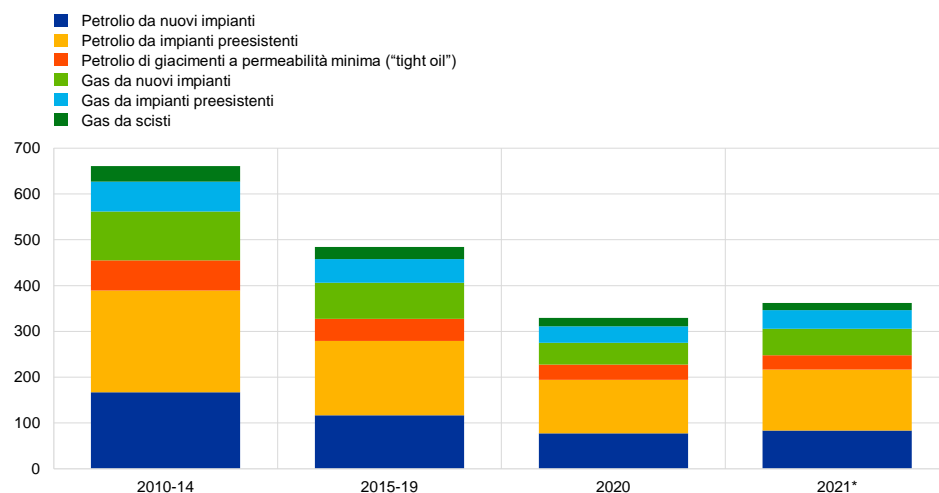
---

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

## Grafico 4

### Calo degli investimenti in petrolio e gas dal 2014

(miliardi di dollari USA, valori del 2019)



Fonti: AIE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: medie annue, corrette per l'inflazione in dollari statunitensi del 2019. \* I dati relativi al 2021 sono stimati.

## Riquadro 1

### Divergenza tra i prezzi del gas e del petrolio

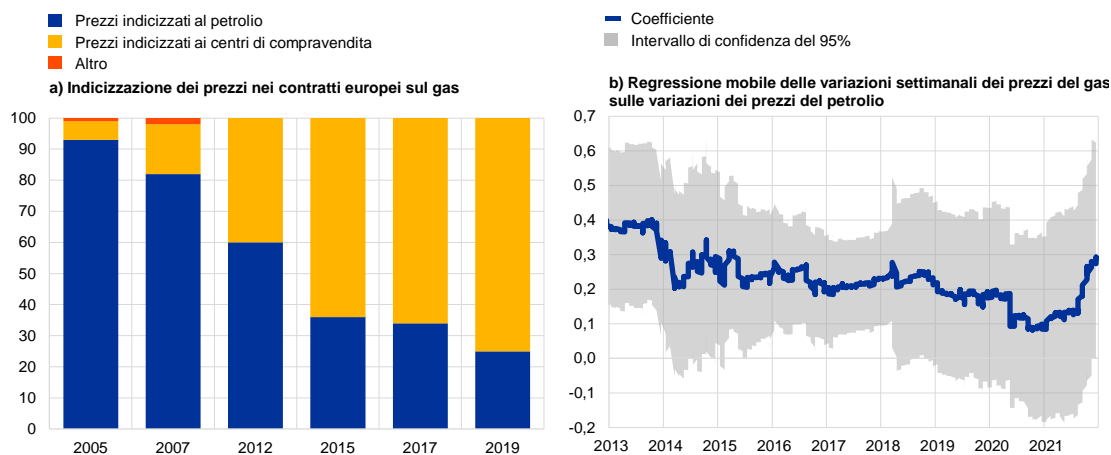
a cura di Jakob Feveile Adolfsen

I recenti andamenti dei prezzi del gas hanno messo in luce i cambiamenti strutturali in atto che hanno influenzato il mercato del gas negli ultimi anni, in particolare la graduale divergenza tra i prezzi del gas e quelli del petrolio. Prima del 2015 la maggior parte dei contratti relativi al gas in Europa era indicizzata ai corsi petroliferi. Di conseguenza, il prezzo del petrolio di norma forniva segnali ragionevolmente attendibili sull'andamento dei prezzi dell'energia. Dal 2015 la maggior parte dei contratti europei sul gas è stata collegata ai prezzi a pronti e ai prezzi dei contratti future nei centri europei di compravendita del gas (cfr. il pannello a) del grafico A), utilizzando come principale riferimento il Title Transfer Facility (TTF) olandese. Tale cambiamento è in qualche misura riconducibile all'aumento dell'offerta mondiale di gas naturale liquefatto (GNL), che ha creato un mercato globalizzato del gas, e al sempre maggiore sviluppo dei centri del gas naturale e dei mercati a pronti. Sebbene il collegamento automatico tra i prezzi del petrolio e del gas si sia indebolito, le quotazioni di entrambi in Europa restano correlate, poiché sono determinate da shock comuni all'attività economica mondiale e sono anche in qualche misura succedanei. Nondimeno, la reattività dei prezzi del gas in Europa alle variazioni dei corsi petroliferi è gradualmente diminuita nell'ultimo decennio (cfr. il pannello b) del grafico A).

## Grafico A

I prezzi del gas in Europa nel tempo sono divenuti meno strettamente collegati ai corsi petroliferi

(pannello a: valori percentuali; pannello b: coefficiente beta)



Fonti: AIE, Bloomberg, Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il pannello a) mostra i meccanismi di indicizzazione dei prezzi nei contratti europei sul gas. Il pannello b) mostra le regressioni mobili a cinque anni delle variazioni settimanali del prezzo a pronti del gas TTF sulle variazioni settimanali del prezzo a pronti del petrolio nel periodo 2013-2021, tenendo conto degli shock alla domanda di petrolio ricavati da un modello BVAR giornaliero per i prezzi del petrolio, dall'indice Citi economic surprise per l'UE e dall'indice VIX (tutti con ritardi fino a tre settimane).

L'affermarsi di un mercato mondiale per il GNL implica inoltre che i prezzi del gas in Europa risentono in misura crescente degli andamenti esterni. Ciò si è potuto osservare sia nelle pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dalla forte domanda di gas naturale liquefatto dall'Asia durante la ripresa economica sia, verso la fine del 2021, quando l'aumento delle importazioni di GNL ha alleviato in qualche misura le tensioni nei mercati europei, dal momento che gli investitori hanno approfittato dei prezzi più elevati in Europa rispetto al mercato asiatico del gas.

## Determinanti dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità in Europa

**I prezzi all'ingrosso dell'elettricità nell'area dell'euro hanno rispecchiato gli andamenti delle quotazioni del gas e del petrolio, con flessioni registrate nella prima metà del 2020 e un'impennata per tutto il 2021.** Dopo essersi mantenuti su livelli bassi, pari a circa 35 euro/MWh in media<sup>5</sup> nel 2020, i prezzi dell'elettricità hanno seguito l'aumento di quelli del gas naturale (cfr. il grafico 1). A dicembre 2021 i prezzi medi mensili dell'elettricità all'ingrosso nell'area dell'euro hanno raggiunto un massimo di circa 250 euro/MWh, un incremento di oltre il 400 per cento rispetto ai prezzi di dicembre 2020. Sulla scia dell'invasione russa dell'Ucraina, sono saliti ulteriormente fino a una media mensile prossima a 300 euro/MWh a marzo 2022, con un prezzo medio giornaliero che ha raggiunto un picco superiore ai 500

<sup>5</sup> Le medie riportate nel testo sono calcolate come media ponderata per i consumi dei mercati dell'elettricità delle cinque maggiori economie dell'area dell'euro, ossia Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi.

euro/MWh agli inizi di marzo 2022, per poi scendere, ad aprile, a una media di circa 215 euro/MWh<sup>6</sup>.

**Secondo il metodo marginale di determinazione dei prezzi sottostante le quotazioni all'ingrosso dell'elettricità in Europa, il prezzo viene stabilito in base alla tecnologia più costosa necessaria per soddisfare la domanda entro un dato periodo di tempo.** Questo meccanismo è noto come mercato "pay-as-clear" (pagamento in base al prezzo di aggiudicazione), nel quale ciascun fornitore di energia elettrica presenta la propria offerta relativa al costo dell'elettricità, che dipende dalle fonti energetiche utilizzate per la sua produzione. Il prezzo finale all'interno del mercato è quindi determinato dalla tecnologia più costosa necessaria per soddisfare pienamente la domanda di elettricità (cfr. il pannello a) del grafico 5). Negli ultimi anni i prezzi all'ingrosso dell'elettricità nell'UE sono stati influenzati in larga misura da quelli del gas. Tuttavia, vi sono differenze nella dipendenza dal gas dei mercati europei dell'elettricità: in Spagna, Irlanda, Italia e Portogallo i prezzi dell'elettricità sono condizionati in misura maggiore da quelli del gas<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

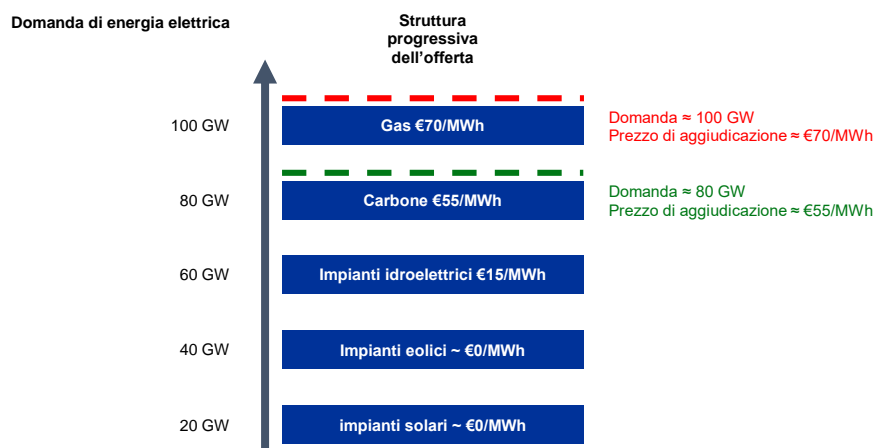
<sup>7</sup> Cfr. [ACER's Preliminary Assessment of Europe's high energy prices and the current wholesale electricity market design](#), Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia (Agency for the Cooperation of Energy Regulators, ACER), novembre 2021.

## Grafico 5

La determinazione dei prezzi dell'elettricità in Europa si basa sul costo marginale, spesso influenzato dai prezzi del gas

a) Determinazione marginale dei prezzi dell'elettricità

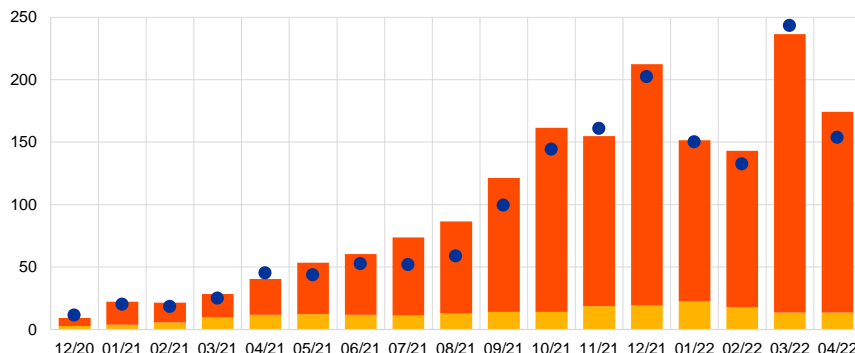
(GW e euro/MWh)



b) Contributo massimo degli aumenti di prezzo del gas e delle quote di emissioni di carbonio nell'ambito del sistema ETS all'aumento dei prezzi dell'elettricità

(euro/MWh)

- Variazioni dei prezzi medi all'ingrosso dell'energia elettrica (sui dodici mesi)
- Contributo massimo del prezzo delle quote di emissione nel sistema ETS
- Contributo massimo del prezzo del gas naturale



Fonti: ACER, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra come il prezzo di aggiudicazione dell'elettricità subisca un incremento con l'aumentare della domanda, a seconda del tipo di produzione necessaria per soddisfarla. Il pannello b) illustra il contributo degli aumenti dei prezzi del gas e delle quote di emissioni di carbonio nell'ambito del sistema ETS all'incremento dei prezzi della produzione di energia elettrica alimentata a gas. Tale stima si basa sul presupposto che il prezzo dell'elettricità prodotta per mezzo del gas possa essere calcolato automaticamente a partire dal prezzo del gas (ipotizzando un'efficienza termica del 50 per cento, vale a dire che occorrono 2 MWh di gas per produrre 1 MWh di elettricità) e dal prezzo delle emissioni di carbonio nell'ambito del sistema ETS dell'UE (ipotizzando un'intensità di emissione di 0,4 tCO<sub>2</sub>e/MWh). Il prezzo dell'elettricità alimentata a gas differisce dai prezzi all'ingrosso dell'elettricità, poiché questi ultimi non sono sempre determinati dal gas.

**Durante la prima ondata della pandemia è stato spesso possibile soddisfare la domanda di energia elettrica solo attraverso fonti rinnovabili, il che ha spinto verso il basso i prezzi dell'elettricità.** Una volta installate, le fonti di energia rinnovabili hanno bassi costi marginali e contribuiscono quindi alla fornitura di energia elettrica ogniqualvolta siano disponibili<sup>8</sup>. Quando l'offerta da fonti rinnovabili è elevata, circostanza che dipende dalle condizioni meteorologiche, e la domanda di

<sup>8</sup> La quota maggiore dei costi dell'energia rinnovabile è rappresentata dai costi di manifattura e installazione della capacità di produzione di tale energia.

elettricità è particolarmente bassa, la capacità esistente di energia rinnovabile è talvolta già sufficiente a coprire la domanda. Ciò è avvenuto spesso nei primi mesi della pandemia, caratterizzati dalle misure di chiusura (lockdown). Nel complesso, le condizioni meteorologiche favorevoli e la bassa domanda di elettricità hanno determinato un'elevata quota di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili che, insieme ai bassi prezzi del gas naturale, ha portato a prezzi contenuti dell'elettricità nel 2020 (cfr. il grafico 1)<sup>9</sup>.

**Nei primi mesi del 2021 gli aumenti dei prezzi del gas e, in misura minore, delle emissioni di carbonio hanno contribuito all'incremento dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità.** A seguito della ripresa della domanda di elettricità, è stata necessaria una maggiore quantità di energia elettrica alimentata a gas per soddisfare tale picco della domanda. Dal momento che nel processo di produzione di elettricità alimentata a gas viene emessa anidride carbonica (CO<sub>2</sub>), i prezzi all'ingrosso dell'elettricità sono stati influenzati non solo dal prezzo del gas naturale ma anche da quello delle quote di emissioni di carbonio nell'ambito del sistema ETS dell'UE. Nella prima fase della ripresa, sia il prezzo del gas sia quello delle quote di emissioni di carbonio hanno iniziato ad aumentare (cfr. il grafico 1). Mediamente, si stima che nei primi sei mesi del 2021 gli incrementi sui dodici mesi dei prezzi medi mensili delle quote di emissioni nell'ambito del sistema ETS abbiano contribuito agli aumenti del prezzo dell'elettricità alimentata a gas per una percentuale compresa tra il 16 e il 35 per cento circa (cfr. il pannello b) del grafico 5).

**Nella seconda metà del 2021 l'aumento dei prezzi del gas è stato il fattore dominante alla base dei rincari dell'elettricità e ha compromesso l'incentivo costituito dal passaggio da un carburante all'altro nell'ambito della fissazione dei prezzi delle emissioni di carbonio.** Sebbene i prezzi delle quote di emissioni di carbonio all'interno del sistema ETS dell'UE abbiano continuato a salire moderatamente, negli ultimi sei mesi del 2021 e nei primi mesi del 2022 i forti rincari del gas sul periodo corrispondente sono stati nettamente predominanti nell'incidere sulle variazioni annue dei prezzi all'ingrosso dell'elettricità. Secondo le stime, da luglio 2021 ad aprile 2022 il contributo medio mensile dei rincari del gas all'aumento del prezzo dell'energia elettrica alimentata a gas è stato pari almeno all'85 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 5). Il notevole aumento delle quotazioni del gas ha inoltre creato una situazione in cui, nonostante l'intensità di emissione molto più elevata e i maggiori costi di emissione a essa collegati, l'energia elettrica alimentata a carbone nel corso del 2021 ha sostituito sempre più quella alimentata a gas. Ciò è in netto contrasto con la consueta situazione in cui l'aumento dei prezzi delle quote di emissioni di carbonio nell'ambito del sistema ETS dell'UE di norma favorirebbe il passaggio dalla produzione di energia elettrica alimentata a carbone a fonti più pulite.

---

<sup>9</sup> Cfr. [Quarterly Report on European Electricity Markets](#), vol. 13, n. 2, secondo trimestre 2020, Commissione europea, 2020.

### 3 Andamenti dei prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro

#### Andamenti della componente energetica dello IAPC in rapporto all'evoluzione della pandemia

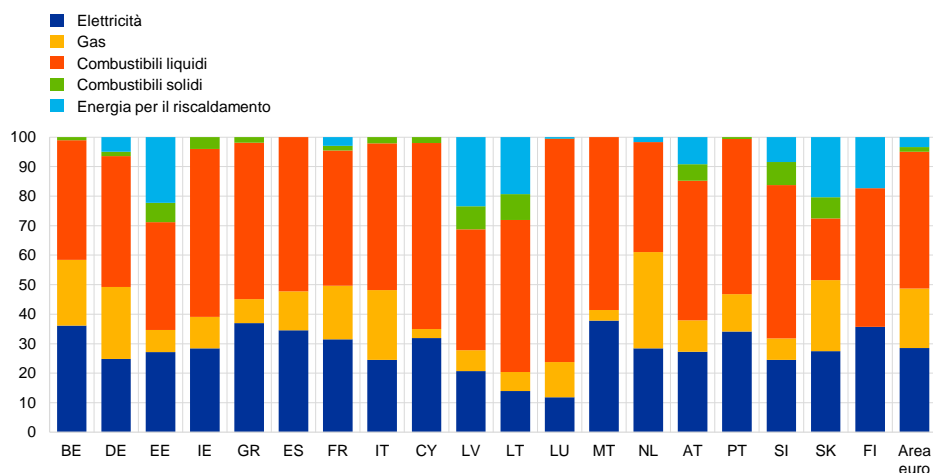
**Le principali componenti dei prezzi al consumo dell'energia sono i combustibili liquidi, l'elettricità e il gas, con contributi minori derivanti dall'energia per il riscaldamento e dai combustibili solidi (cfr. il grafico 6).** Nel complesso, il peso della componente energetica dello IAPC nell'area dell'euro si è collocato al 9,8 per cento nel 2020, al 9,5 nel 2021 e al 10,9 nel 2022. I combustibili liquidi contribuiscono per il 46 per cento al consumo complessivo di energia nell'area dell'euro, mentre il contributo dell'elettricità e del gas è pari rispettivamente al 28 e al 20 per cento, in base alle ponderazioni del 2022. L'aggregato dell'area dell'euro cela alcune differenze a livello nazionale (cfr. il grafico 6 e il riquadro 2).

#### Grafico 6

La rilevanza delle diverse componenti energetiche varia da un paese all'altro nell'area dell'euro

#### Pesi delle componenti energetiche dello IAPC nell'indice IAPC complessivo dei beni energetici

(valori percentuali, 2022)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

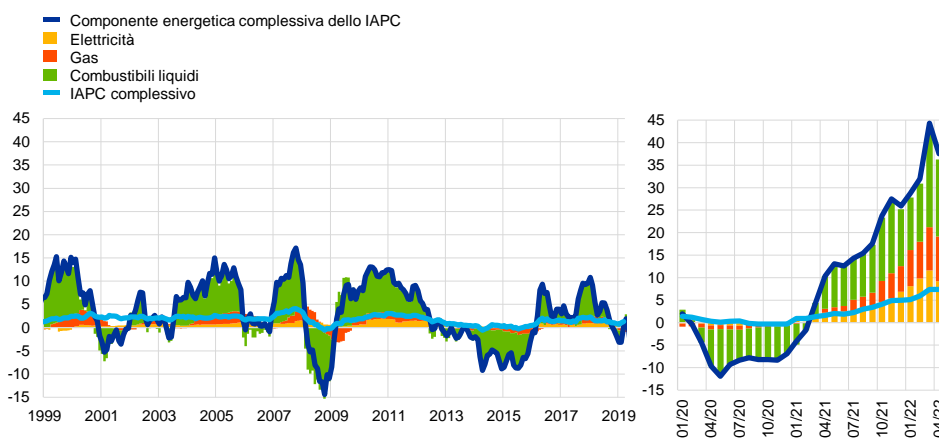
**L'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC ha contribuito negativamente all'inflazione complessiva per gran parte del 2020.** Storicamente, l'inflazione dei beni energetici ha contribuito in media per 0,3 punti percentuali all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro. All'inizio della pandemia, quando i corsi petroliferi hanno subito un brusco calo, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC è diminuito nettamente, toccando un minimo del -11,9 per cento a maggio 2020, un livello osservato per l'ultima volta nel 2009 (cfr. il grafico 7). In questa fase iniziale della pandemia, i prezzi dei beni energetici sono stati trainati soprattutto

dall'andamento della componente dei combustibili, legata ai corsi petroliferi. Più tardi, a partire dall'estate del 2020, anche la temporanea riduzione dell'aliquota dell'IVA in Germania ha frenato la dinamica dei prezzi dell'energia.

### Grafico 7

Dopo aver fatto registrare valori negativi per gran parte del 2020, l'inflazione dei beni energetici nell'area dell'euro è aumentata a un tasso senza precedenti nel 2021 e nel 2022

(valori percentuali e contributi in punti percentuali)



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

**La dinamica dei prezzi dei beni energetici ha innescato una marcata ripresa dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nell'area dell'euro nel corso del 2021 e all'inizio del 2022.** Da febbraio 2021 l'inflazione dei beni energetici è stata sospinta verso l'alto da effetti base con la ripresa dei corsi petroliferi. In termini cumulati, gli effetti base hanno fornito un contributo di circa 10 punti percentuali all'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC tra dicembre 2020 e dicembre 2021<sup>10</sup>. Inoltre, dalla metà del 2021 gli aumenti senza precedenti dei prezzi all'ingrosso di gas ed elettricità hanno spinto l'inflazione dei beni energetici misurata sullo IAPC a nuovi massimi storici alla fine del 2021 e agli inizi del 2022. L'invasione russa dell'Ucraina ha accresciuto ulteriormente le pressioni sui prezzi al consumo dell'energia. Il picco dell'inflazione dei beni energetici segnala uno shock energetico di ampia portata, anche da una prospettiva storica (cfr. il grafico 8). Sebbene l'andamento dei prezzi dei combustibili liquidi sia di solito la principale determinante delle pressioni sui prezzi dei beni energetici nello IAPC, i prezzi al consumo del gas e dell'elettricità hanno svolto un ruolo sempre più importante: negli ultimi mesi le quotazioni di gas ed energia elettrica hanno contribuito per circa la metà all'inflazione dei beni energetici (cfr. il grafico 7).

<sup>10</sup> Un effetto base è l'effetto sul tasso di inflazione sui dodici mesi che si verifica quando una variazione mensile insolitamente ampia rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente viene esclusa dall'indice. Cfr. il riquadro *Recente dinamica della componente energetica dell'inflazione: il ruolo degli effetti base e delle imposte* nel numero 3/2021 di questo Bollettino.

## Grafico 8

L'attuale picco dell'inflazione dei beni energetici è elevato anche da una prospettiva storica

Differenza tra IAPC dei beni energetici e IAPC al netto di tali beni nell'area dell'euro

(punti percentuali)



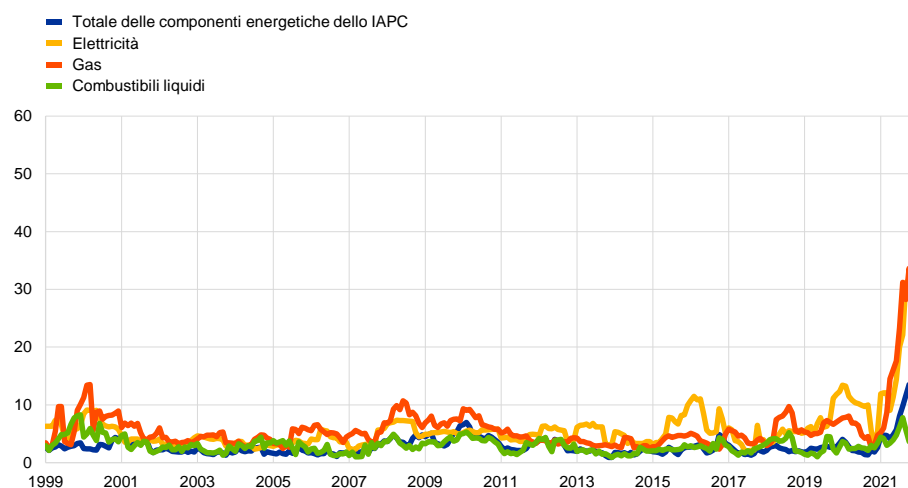
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2022.

**Gli andamenti dei prezzi al consumo dei beni energetici presentano notevoli differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro.** Per quanto riguarda i prezzi dei combustibili, ad aprile 2022 le variazioni percentuali annue hanno fatto registrare differenze tra il 19,5 e il 46 per cento nei principali paesi dell'area, mentre si è osservata una eterogeneità molto più ampia e senza precedenti nella dinamica dei prezzi del gas (tra il 23 e il 140,8 per cento) e dell'elettricità (tra il 7 e il 156 per cento) (cfr. il grafico 9). Nel complesso, ciò significa che la dinamica dei prezzi dei beni energetici nei vari paesi è stata di recente più eterogenea rispetto ai periodi in cui viene principalmente guidata dall'andamento più comune dei corsi petroliferi (cfr. il riquadro 2).

## Grafico 9

La dispersione fra paesi dei tassi di variazione sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC e delle sue componenti ha raggiunto un massimo storico ad aprile 2022

(deviazione standard ponderata, punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la deviazione standard ponderata esprime la deviazione standard della somma delle deviazioni dello IAPC ponderate per paese fra i tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi di gas, elettricità, combustibili liquidi ed energia totale misurati sullo IAPC e le medie dell'area dell'euro calcolate utilizzando ponderazioni dello IAPC per paese. Le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2022.

## L'impatto dei prezzi delle materie prime energetiche sull'inflazione al consumo dell'energia

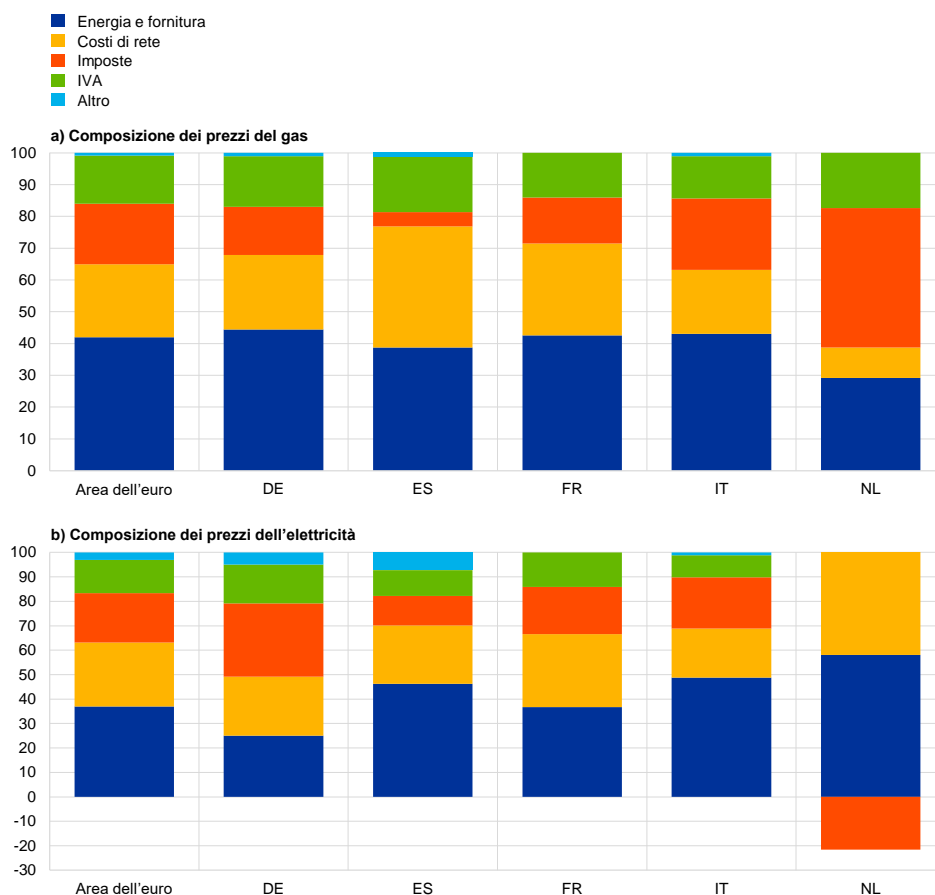
**Le componenti energetiche dello IAPC possono essere scorporate in una componente energetica all'ingrosso, in costi e oneri di rete e in una componente fiscale (cfr. il grafico 10 e i riquadri 2 e 3).** In media, nell'area

dell'euro il contributo fornito dalla componente all'ingrosso, compresa la fornitura di energia, ai prezzi al consumo di gas ed elettricità nel 2021 è stato, rispettivamente, del 42 e del 37 per cento. Tale contributo varia in base al livello dei prezzi delle materie prime e tra i diversi paesi dell'area dell'euro. Nei Paesi Bassi, ad esempio, il prezzo complessivo dell'elettricità nel 2021 si è ridotto del 21 per cento grazie a un credito d'imposta sul consumo di energia elettrica. Oltre al costo del greggio, i prezzi al consumo dei combustibili liquidi sono influenzati anche dai margini e dai costi di raffinazione, dai margini e dai costi della distribuzione e della vendita al dettaglio, nonché dall'imposta sul valore aggiunto (IVA) e dalle accise (cfr. il riquadro 3).

## Grafico 10

Nel 2021 l'energia all'ingrosso e i costi di fornitura hanno costituito circa il 42 per cento dei prezzi al consumo del gas e circa il 37 per cento di quelli dell'elettricità nell'area dell'euro

(valori percentuali, 2021)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Energia e fornitura" comprende la componente all'ingrosso e gli oneri per la fornitura di energia ai consumatori. La voce "Imposte" comprende imposte, tributi, prelievi e oneri, imposte rinnovabili, imposte di capacità e imposte ambientali, ma non l'IVA. Le composizioni dei prezzi di gas ed elettricità sono indicate per le classi di consumo che rappresentano il consumo medio annuo (per il gas: fascia CD, da 20 a 199 GJ; per l'elettricità: fascia CD, da 2.500 a 4.999 kWh).

### La trasmissione dei prezzi del petrolio greggio e raffinato ai prezzi al consumo avviene generalmente in modo completo e rapido, di solito entro 3-5

**settimane.** Tuttavia, a causa della composizione dei prezzi, l'impatto delle variazioni di prezzo delle materie prime sulle variazioni di prezzo dell'energia al consumo è minore di uno a uno. Per quantificare l'impatto, la relazione fra i prezzi delle materie prime e la rispettiva componente dello IAPC è modellizzata attraverso l'impiego di modelli interni della BCE. Vengono adottati due approcci: a) una serie di modelli BVAR bivariati per i prezzi di carburante, gas ed elettricità e b) una serie di modelli a correzione di errore per i prezzi del carburante raffinato e al dettaglio e un modello per il gas con termine di stagionalità e correzione dell'errore<sup>11</sup>. Le stime indicano che circa il 31-34 per cento della variazione dei prezzi del greggio si trasmette ai prezzi

<sup>11</sup> Il modello BVAR utilizza dati mensili e tassi di variazione sul mese precedente. Si ipotizza l'assenza di effetti retroattivi contemporanei della componente energetica dello IAPC sulla rispettiva serie dei prezzi delle materie prime.

del carburante liquido dopo un anno. Va tuttavia notato che le elasticità possono essere funzione del livello dei prezzi del greggio, per via dei costi e dei margini di raffinazione e distribuzione relativamente costanti, e quindi aumentare con il livello dei corsi petroliferi. Pertanto, quando i prezzi delle materie prime aumentano, la quota della componente all'ingrosso cresce in relazione a imposte e oneri. Di conseguenza, l'impatto sui prezzi dell'energia al consumo è maggiore<sup>12</sup>.

**La reazione dei prezzi al consumo di gas ed elettricità alle variazioni dei loro prezzi all'ingrosso avviene più lentamente rispetto alla trasmissione dei prezzi del greggio a quelli del carburante liquido.** Secondo le stime, la trasmissione dei prezzi all'ingrosso del gas a quelli al consumo richiede da tre a sei mesi circa. Per i prezzi dell'elettricità, il ritmo dipende in larga misura dalle caratteristiche dei singoli paesi. La composizione e la determinazione dei prezzi svolgono un importante ruolo nello spiegare il fatto che l'impatto immediato sui prezzi al consumo di gas ed elettricità delle variazioni dei corrispondenti prezzi all'ingrosso sia spesso limitato e ritardato (cfr. il grafico 10 e il riquadro 2). In base alle stime ricavate dai modelli descritti in precedenza, in media circa il 10-12 per cento del rincaro del gas naturale si trasmette ai prezzi al consumo di tale combustibile nell'area dell'euro dopo un anno, mentre per l'energia elettrica l'elasticità è inferiore, pari al 4 per cento circa. Tali stime sono soggette a un importante grado di cautela poiché basate in larga misura su dati storici, caratterizzati da volatilità e bassi livelli dei prezzi all'ingrosso. In un contesto di prezzi all'ingrosso elevati e soggetti a volatilità, la trasmissione potrebbe discostarsi dai valori qui indicati.

## Riquadro 2

### Determinanti dell'eterogeneità tra paesi nella trasmissione dei prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo

a cura di Friderike Kuik

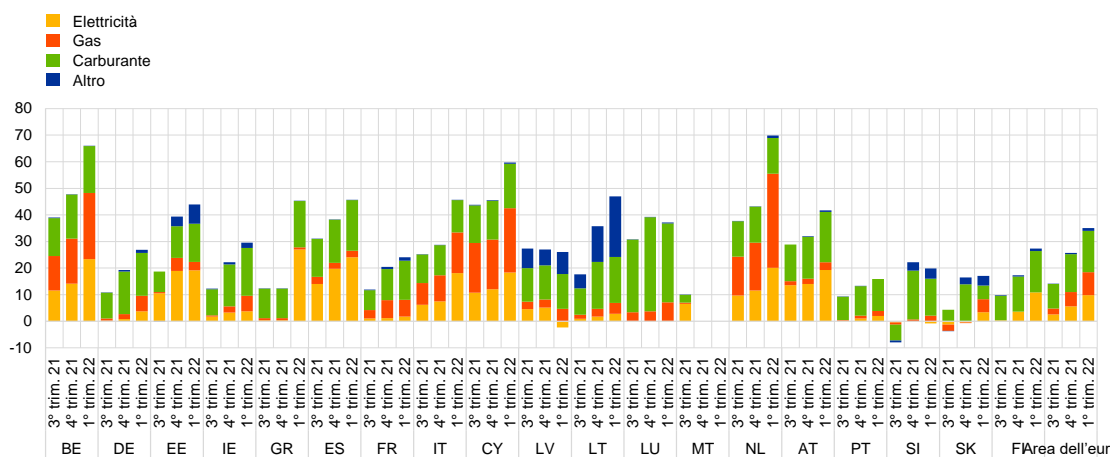
L'importanza crescente delle componenti dello IAPC legate a gas ed elettricità durante la pandemia ha condotto a una maggiore eterogeneità fra paesi negli andamenti dei prezzi dell'energia (cfr. il grafico A). L'eterogeneità tra paesi degli andamenti dei prezzi al consumo di gas ed elettricità è connessa alle differenze nella trasmissione dei prezzi all'ingrosso, che varia in base alla composizione dei prezzi, al meccanismo di determinazione di questi ultimi e alla composizione delle fonti energetiche utilizzate per produrre elettricità. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi al consumo di gas ed elettricità, l'eterogeneità tra paesi è più marcata rispetto a quella osservata negli andamenti dei prezzi del carburante liquido, che è collegata a una più rapida e uniforme trasmissione dei corsi petroliferi (cfr. il riquadro 3).

<sup>12</sup> Secondo le analisi pubblicate in "Energy markets and the euro area macroeconomy", (*Occasional Paper Series*, n. 113, BCE, giugno 2010), la trasmissione dei prezzi del greggio a un livello di 100 euro al barile (50 euro al barile) avviene per il 47 per cento (31 per cento) alla benzina, per il 54 per cento (37 per cento) al diesel e per il 76 per cento (62 per cento) al combustibile per riscaldamento.

## Grafico A

Le variazioni sui dodici mesi dei prezzi considerati nella componente energetica dello IAPC e nelle sue componenti sono state eterogenee nella seconda metà del 2021 e all'inizio del 2022

(contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: Malta ha registrato una variazione percentuale sui dodici mesi dei prezzi pari a zero nel quarto trimestre del 2021 e nel primo trimestre del 2022. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2022.

La composizione dei prezzi determina la misura in cui i prezzi al consumo sono influenzati dalle variazioni dei prezzi all'ingrosso, mentre la determinazione dei prezzi influenza la rapidità e la tempistica della trasmissione. L'impatto delle variazioni dei prezzi all'ingrosso su quelli al consumo dipende dal fatto che i dazi siano flessibili, e quindi vi sia un adattamento rapido, oppure varino a intervalli predefiniti, anche attraverso la regolamentazione dei prezzi<sup>13</sup>. Negli ultimi mesi hanno inciso sui prezzi al consumo anche le misure adottate dai governi per attutire l'impatto dei rincari dell'energia sui consumatori. Ad esempio, alcuni governi hanno ridotto le imposte e gli oneri per compensare gli aumenti dei prezzi all'ingrosso. Altre misure adottate prendono la forma di trasferimenti (ad esempio per le famiglie a basso reddito) e pertanto non hanno un impatto diretto sui prezzi.

Vi è una forte eterogeneità nella composizione delle fonti energetiche utilizzate per la produzione di elettricità tra i paesi dell'area dell'euro. In media nell'area dell'euro circa il 36 per cento dell'elettricità, nel 2021, è stata prodotta da fonti rinnovabili (inclusi i biocarburanti), il 36 per cento da combustibili fossili (tra cui gas e carbone) e il 27 per cento da energia nucleare; tali valori medi, tuttavia, celano ampie differenze tra paesi (cfr. il grafico B). Ad esempio, in Francia la quota più consistente di elettricità è prodotta da energia nucleare (il 68 per cento nel 2021). In Germania, il contributo del carbone alla produzione totale di elettricità è stato del 29 per cento nel 2021. Nello stesso anno le fonti rinnovabili hanno contribuito per il 22 per cento in Francia, il 33 per cento nei Paesi Bassi, il 36 per cento in Italia, il 39 per cento in Germania e il 48 per cento in Spagna.

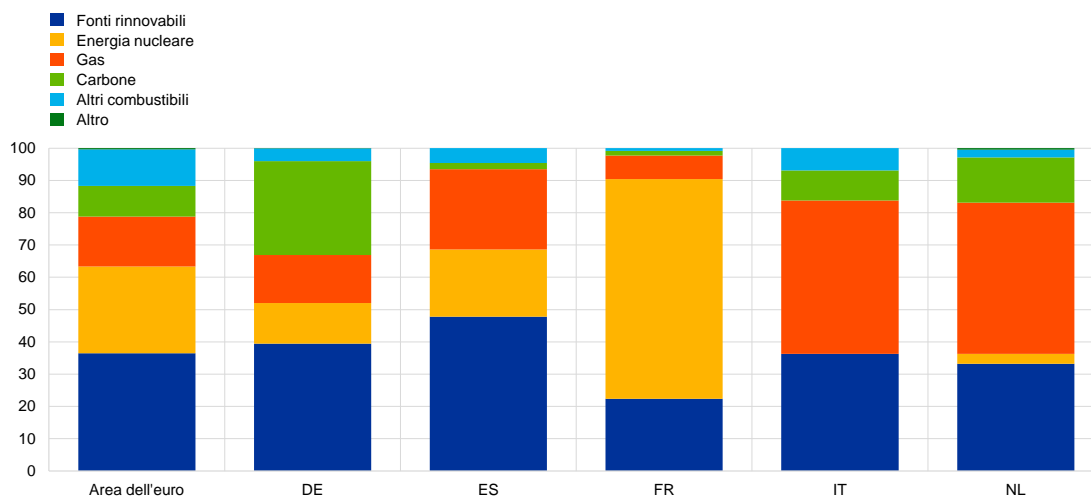
<sup>13</sup> Dal 2022 i prezzi del gas sono "prevalentemente amministrati" in Estonia, Francia, Italia, Lettonia, Lituania, Paesi Bassi e Slovacchia e "interamente amministrati" in Spagna. I prezzi dell'elettricità sono "prevalentemente amministrati" in Estonia, Grecia, Francia, Cipro, Lituania, Paesi Bassi, Slovacchia e Finlandia e "interamente amministrati" a Malta (Eurostat, IAPC; serie di dati sui prezzi amministrati, 2022).

## Grafico B

La composizione delle fonti energetiche utilizzate per produrre elettricità varia tra i diversi paesi dell'area dell'euro

Fonti energetiche che contribuiscono alla produzione netta di elettricità

(valori percentuali, 2021)



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

Note: il grafico mostra la produzione totale netta di elettricità nel 2021, ossia la "quantità totale di energia elettrica prodotta dalla trasformazione di altre fonti energetiche, ad esempio nucleari o eoliche" (produzione lorda di elettricità) meno "il consumo dei servizi ausiliari delle centrali elettriche" (Eurostat). La voce "Fonti rinnovabili" include l'energia eolica, solare, idroelettrica, geotermica e i biocarburanti. I valori per l'Italia sono relativi al 2019 e sono forniti dall'Agenzia internazionale per l'energia, dal momento che non è disponibile una scomposizione per carburanti combustibili fornita dall'Eurostat.

Anche la combinazione di fonti energetiche ha un impatto sugli andamenti dei prezzi dell'elettricità. I paesi con i prezzi dell'elettricità all'ingrosso più elevati nel 2021 sono stati quelli in cui la domanda di energia elettrica è stata più frequentemente soddisfatta con la produzione di elettricità alimentata a gas<sup>14</sup>. Per contro, una quota elevata di energia rinnovabile o nucleare può in certa misura tutelare i paesi da prezzi dell'elettricità più elevati; tuttavia ciò avviene in maniera duratura solo se l'elettricità prodotta attraverso l'impiego di tali tecnologie è in grado di soddisfare stabilmente la domanda di base.

Nel complesso, l'eterogeneità fra paesi insolitamente elevata negli andamenti dei prezzi dell'energia potrebbe, in prospettiva, continuare a svolgere un ruolo più ampio. Poiché la transizione energetica mira a sostituire le fonti fossili con quelle rinnovabili, a partire dai combustibili più inquinanti (come il carbone), il ruolo del gas - in particolare durante la transizione - e soprattutto dell'elettricità dovrebbe crescere di importanza nel breve e medio termine. Ci si attende pertanto che anche le determinanti dell'eterogeneità tra paesi nella trasmissione dei prezzi all'ingrosso ai prezzi al consumo di elettricità e gas rimangano rilevanti in futuro. L'eterogeneità nei prezzi al consumo dell'energia potrebbe essere ridotta, in certa misura, attraverso una maggiore integrazione dei mercati dell'energia e una più ampia coordinazione delle risposte ai prezzi dell'energia più elevati, anche a causa dell'invasione russa dell'Ucraina<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Cfr. [ACER's Preliminary Assessment of Europe's high energy prices and the current wholesale electricity market design](#), Agenzia per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia (Agency for the Cooperation of Energy Regulators, ACER) dell'Unione europea, novembre 2021.

<sup>15</sup> Cfr. il riquadro *L'impatto della guerra in Ucraina sui mercati dell'energia nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

### Riquadro 3

#### Andamenti dei prezzi al consumo dei carburanti liquidi

---

a cura di Aidan Meyler

I carburanti liquidi, in particolare per il trasporto automobilistico, rappresentano la più ampia quota della componente energetica dello IAPC, nonché quella maggiormente soggetta a oscillazioni. I carburanti liquidi rappresentano il 4,2 per cento dello IAPC complessivo; di questi, il carburante utilizzato per i trasporti è l'elemento preponderante (3,6 per cento contro lo 0,6 per cento rappresentato dal riscaldamento domestico). Sebbene costituiscano meno del 5 per cento dello IAPC complessivo, i carburanti liquidi giustificano una parte considerevole della volatilità dell'inflazione complessiva: la deviazione standard delle variazioni sui dodici mesi dello IAPC al netto dei carburanti liquidi è del 30 per cento inferiore rispetto a quella dello IAPC complessivo.

Vi sono tre componenti principali nei prezzi al consumo del carburante liquido: a) i prezzi del greggio; b) i costi e i margini di raffinazione e distribuzione; c) le imposte (accise e IVA). Tuttavia, la principale determinante dei prezzi al consumo del carburante liquido nel periodo della pandemia è stata l'evoluzione dei prezzi del greggio (cfr. il grafico A)<sup>16</sup>. In generale, la trasmissione dei prezzi del petrolio greggio e raffinato ai prezzi al consumo è completa e rapida<sup>17</sup>. Per loro natura, le due principali componenti delle imposte (accise e IVA) si sono evolute in maniera diversa. Le accise vengono applicate come somma nominale per litro e non hanno subito variazioni significative nel corso degli ultimi due anni, con un importo medio di circa 66 centesimi di euro per litro di benzina, 51 centesimi di euro per litro di diesel e 14 centesimi di euro per litro di gasolio (utilizzato per il riscaldamento domestico). Tuttavia, diversi paesi hanno di recente ridotto il tasso di accise sui carburanti per il trasporto, tanto che la quota media di accise nell'area dell'euro è scesa a circa 58 centesimi di euro al litro per la benzina e a 45 centesimi al litro per il diesel. L'IVA, tuttavia, viene applicata come percentuale del prezzo al consumo ante imposte e delle accise. Pertanto, i movimenti dei prezzi ante imposte producono movimenti dell'importo nominale dell'IVA. Per tale motivo, sebbene le aliquote IVA non abbiano subito grandi variazioni negli ultimi due anni (con valori attorno al 20-21 per cento per la benzina, il diesel e il gasolio), l'importo nominale, ossia in termini di centesimi di euro per litro, rappresentato dall'IVA si è mosso in linea con i prezzi del petrolio, diminuendo tra gennaio e aprile 2020 per poi aumentare nuovamente.

---

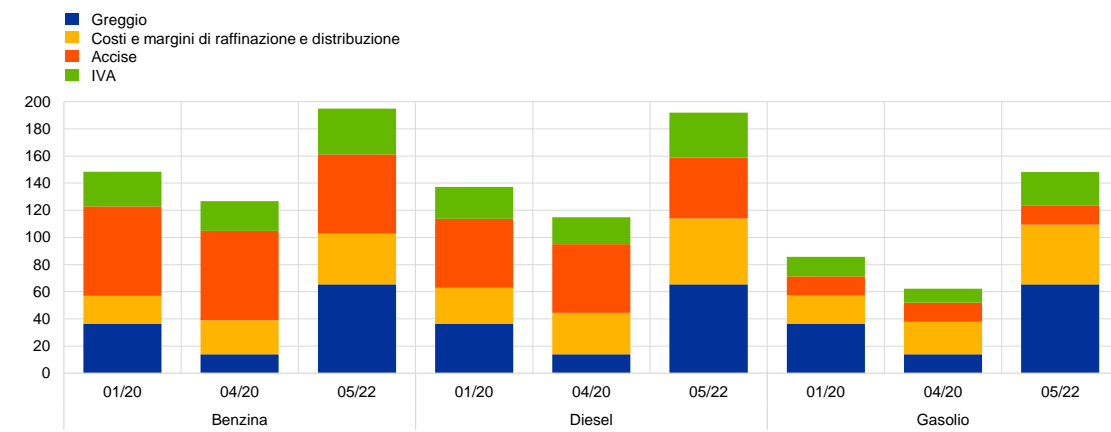
<sup>16</sup> I costi e i margini di raffinazione e distribuzione sono stimati calcolando a) la differenza tra il prezzo del carburante raffinato e il prezzo del greggio (costi e margini di raffinazione) e b) la differenza tra il prezzo al consumo ante imposte e il prezzo del carburante raffinato (costi e margini di distribuzione). Questi valori sono approssimati, poiché i prezzi del greggio e del carburante raffinato possono variare in base alla specifica e alla posizione.

<sup>17</sup> La trasmissione del prezzo del petrolio ai prezzi al consumo dell'area dell'euro si verifica rapidamente, per il 90 per cento entro tre-cinque settimane. Cfr. Meyler, A., "The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices", *Energy Economics*, vol. 31, n. 6, novembre 2009, pagg. 867-881.

## Grafico A

### La componente più variabile dei prezzi del carburante liquido proviene dai prezzi del greggio

(centesimi di euro per litro)



Fonti: Refinitiv, Commissione europea (bollettino petrolifero settimanale) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i costi e i margini di raffinazione e distribuzione sono calcolati come la differenza tra il prezzo del greggio e i prezzi al consumo ante imposte. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2022 (medie fino al 16 maggio).

Sia il settore della raffinazione sia quello della distribuzione per la vendita al dettaglio dei carburanti per il trasporto hanno subito conseguenze significative in seguito alla pandemia di coronavirus. Tra gennaio e aprile 2020 le vendite al dettaglio di carburante (in termini reali o di volumi) sono diminuite di quasi il 50 per cento (cfr. il pannello a) del grafico B)<sup>18</sup>. Hanno quindi registrato una significativa ripresa sino ad agosto 2020, pur rimanendo al di sotto dei livelli pre-pandemia. Nel corso del 2021 si è osservata un'ulteriore ripresa delle vendite al dettaglio, sebbene queste si siano mantenute al di sotto dei livelli precedenti la pandemia, mentre tra novembre 2021 e gennaio 2022 si è reso visibile l'impatto legato all'emergere della variante Omicron del COVID-19. Anche le straordinarie oscillazioni nei livelli dei viaggi hanno avuto implicazioni per l'industria della raffinazione<sup>19</sup>. I margini di raffinazione sia per la benzina che per il diesel/gasolio sono diminuiti nella prima metà del 2020 e sono rimasti contenuti sino all'inizio del 2021. Successivamente (prima del conflitto in Ucraina) i margini sono più o meno ritornati ai livelli osservati negli anni antecedenti la pandemia.

Dall'inizio della pandemia si è registrato un aumento dei costi e dei margini di distribuzione stimati per la benzina, il diesel e il gasolio (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò potrebbe riflettere la necessità di accumulare ricavi e garantire la copertura dei costi complessivi in risposta a costi e margini di raffinazione più contenuti e a ridotti volumi di vendita. Sebbene i costi e i margini di distribuzione abbiano teso ad aumentare gradualmente nei periodi di tempo più lunghi (in base ai dati diffusi nel bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, risalenti al 1994), gli andamenti a partire dal 2020 sono stati superiori a quelli tendenziali. La normalizzazione dei viaggi una volta terminata la pandemia potrebbe condurre a una riduzione dei margini di distribuzione. Ulteriori variazioni delle accise o delle imposte sulle emissioni di carbonio produrrebbero un impatto diretto sui livelli dei prezzi, ma avrebbero probabilmente un effetto minore sulla loro volatilità in periodi di tempo più lunghi.

<sup>18</sup> L'impatto sulle vendite di carburante per il trasporto aereo è stato ancora più drastico, con flessioni di oltre il 90 per cento.

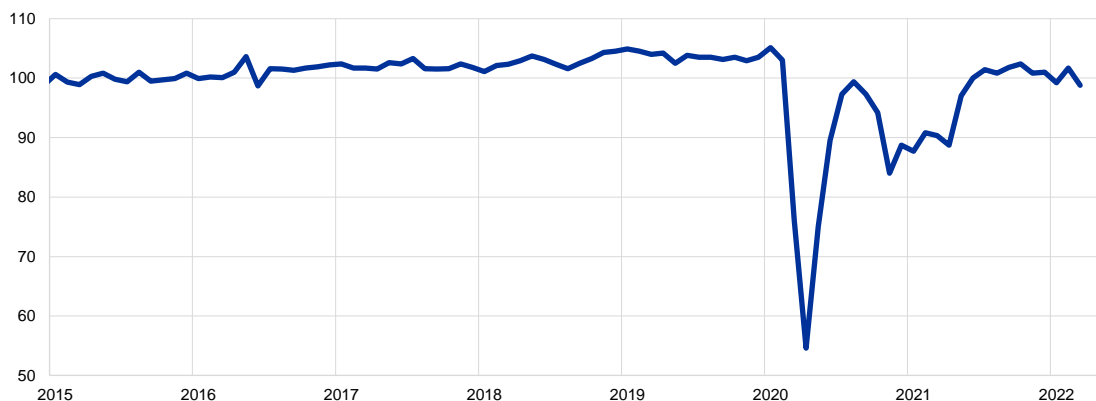
<sup>19</sup> All'inizio del 2020, dato il drastico calo dei viaggi, sono insorte preoccupazioni riguardo alla capacità di stoccaggio per gli accumuli delle scorte di petrolio greggio e raffinato. Cfr. "Virtual fireside chat with Fatih Birol: COVID-19 and the future of the energy system", Consiglio Atlantico, 26 marzo 2020.

## Grafico B

Durante la pandemia sono diminuite le vendite al dettaglio mentre si è registrato un aumento dei costi e dei margini di distribuzione

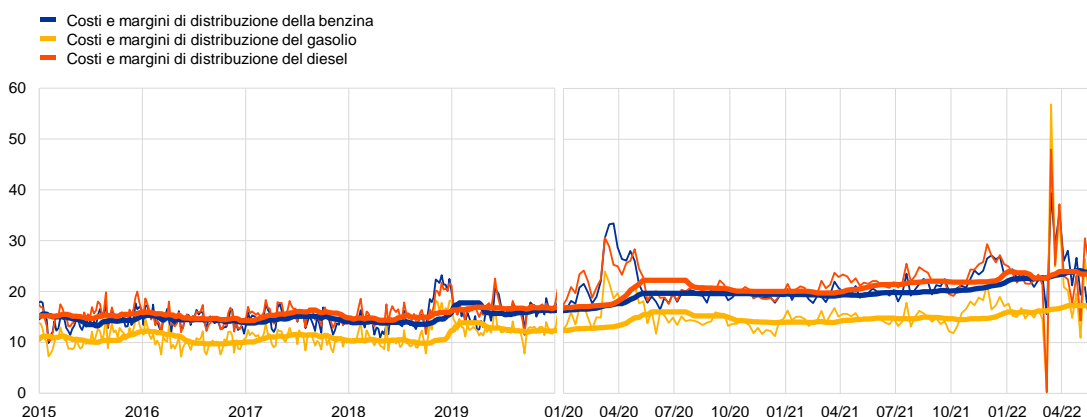
### a) Evoluzione delle vendite al dettaglio di carburante (in termini reali/di volume)

(indice: 2015 = 100)



### b) Costi e margini di distribuzione

(centesimi di euro per litro)



Fonti: Eurostat e Commissione europea (bollettino petrolifero settimanale)

Note: nel pannello b), le linee continue più spesse denotano medie mobili di 26 settimane dei dati settimanali. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2022 per il pannello a) e al 16 maggio 2022 per il pannello b).

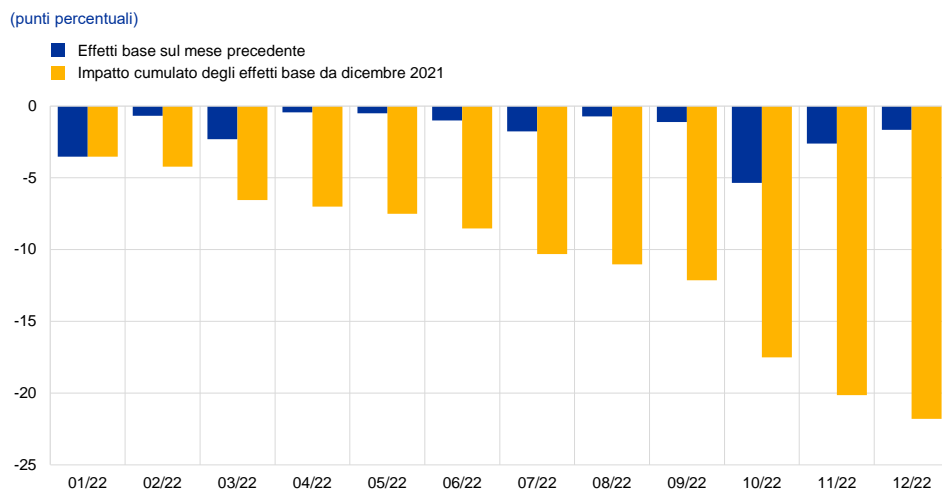
## Implicazioni degli andamenti dei prezzi dell'energia per le proiezioni relative all'inflazione dei beni energetici

**Data la spiccata volatilità, i movimenti nei prezzi dell'energia in un anno possono avere implicazioni per il tasso di inflazione sui dodici mesi dell'anno successivo.** Gli effetti base negativi incideranno sul profilo della componente energetica dello IAPC nel corso del 2022. Il sostanziale rincaro del petrolio nel 2021 eserciterà un significativo impatto al ribasso sui tassi di inflazione mensili sui dodici mesi dell'energia a gennaio, marzo, luglio, ottobre e novembre 2022. In termini cumulati, gli effetti base al ribasso sottrarranno oltre 20 punti percentuali all'inflazione dei beni energetici entro dicembre 2022, rispetto a dicembre 2021 (cfr. il grafico 11). Naturalmente i valori dell'inflazione dipenderanno anche dagli andamenti

dei prezzi effettivi dell'energia nel 2022; sinora gli effetti base al ribasso nel 2022 sono stati compensati da netti aumenti su base mensile dei prezzi dell'energia.

### Grafico 11

Gli effetti base negativi incideranno sul profilo della componente energetica dello IAPC nel 2022



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'andamento mensile degli effetti base mostra il contributo dell'effetto base alla variazione da un mese all'altro del tasso sui dodici mesi della componente energetica dell'inflazione. L'impatto cumulato di tali effetti base è calcolato sommando gli effetti base rispetto al mese precedente ed è sempre mostrato rispetto a uno specifico mese di riferimento. Ad esempio, circa 10 punti percentuali del calo registrato a luglio 2022 nella componente energetica dell'inflazione rispetto al tasso di dicembre 2021 sono da ricondursi agli effetti base.

**Le proiezioni dell'inflazione misurata sulla componente energetica dello IAPC per l'area dell'euro includono informazioni ricavate dai contratti future sui prezzi di petrolio e gas.** Negli esercizi condotti dagli esperti dell'Eurosistema e dalla BCE, le proiezioni sull'inflazione ipotizzano che l'andamento dei prezzi di petrolio e gas sarà in linea con i prezzi medi dei contratti future registrati nelle due settimane precedenti la data di ultimo aggiornamento delle proiezioni stesse<sup>20</sup>. A partire da dicembre 2021, col venir meno del collegamento tra i corsi petroliferi e i contratti sul gas, le ipotesi relative ai prezzi dei contratti future sul petrolio sono state integrate con quelle dei contratti relativi a gas ed elettricità (cfr. il riquadro 1)<sup>21</sup>. Attualmente, le curve dei future segnalano un calo dei prezzi di petrolio e gas nel corso del 2022 e del 2023, a indicare che l'inflazione misurata sulla componente energetica dello IAPC dovrebbe diminuire nel 2023<sup>22</sup>. Tuttavia, gli andamenti recenti dei prezzi

<sup>20</sup> Cfr. il riquadro *Le variazioni nelle ipotesi sui prezzi del petrolio e il loro impatto meccanico sulle proiezioni relative all'inflazione armonizzata dei beni energetici per l'area dell'euro* nel numero 1/2019 di questo Bollettino.

<sup>21</sup> Cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche e implicazioni per le proiezioni riguardanti la componente energetica dello IAPC* nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, BCE, dicembre 2021.

<sup>22</sup> L'andamento discendente della curva dei contratti future ("backwardation", o tendenza discendente) è spesso il risultato di condizioni più tese del mercato petrolifero, dal momento che il petrolio genera un "rendimento di convenienza" derivante dai vantaggi legati allo stoccaggio delle scorte, e tuttavia può anche riflettere le aspettative del mercato di un bilanciamento tra domanda e offerta. Quando le curve dei future presentano un andamento discendente il loro utilizzo come ipotesi tecniche nelle proiezioni esercita un impatto frenante sulle prospettive di inflazione. Pertanto, le proiezioni includono regolarmente un'analisi di sensibilità alle principali ipotesi tecniche. Cfr., ad esempio, il riquadro *Analisi di sensibilità* nelle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, BCE, dicembre 2021.

dell'energia e la correlata volatilità delle curve dei contratti future richiamano l'attenzione sull'incertezza della loro capacità previsiva, e conseguentemente delle proiezioni sull'inflazione dei beni energetici (cfr. il grafico 1).

## 4 Osservazioni conclusive

**Gli andamenti dei prezzi al consumo dell'energia durante la pandemia di COVID-19 hanno riflesso quelli dei prezzi delle materie prime, con alcune differenze tra i diversi paesi dell'area dell'euro.** Mentre la risalita dei prezzi di petrolio e gas nel corso del 2020 è stata determinata principalmente dalla ripresa dell'attività economica e della domanda di energia dopo la prima ondata della pandemia, il successivo recupero dei prezzi delle materie prime energetiche ha accelerato con l'emergere di vincoli e rischi dal lato dell'offerta generati dagli sviluppi geopolitici, in un contesto caratterizzato da una domanda costantemente vigorosa. Dopo i livelli molto bassi osservati nel 2020, l'inflazione al consumo dei beni energetici ha registrato un'impennata a partire dalla metà del 2021. Gli andamenti dei prezzi di gas ed elettricità hanno contribuito in misura crescente all'inflazione dei beni energetici, anche se con maggiore eterogeneità fra paesi rispetto a quanto riscontrato per i carburanti liquidi. Di conseguenza, gli andamenti dei prezzi dell'energia sono meno allineati tra i diversi paesi rispetto a quanto non avverrebbe se essi fossero dominati principalmente dagli andamenti dei corsi petroliferi. Inoltre, in alcuni paesi l'impatto dei prezzi molto elevati del gas naturale osservati di recente può riflettersi sui prezzi al consumo di gas ed elettricità solo con un certo ritardo.

**Gli sviluppi geopolitici hanno continuato a implicare un'elevata imprevedibilità dei mercati dell'energia.** Tale dinamica è rafforzata dagli sforzi in atto per rendere i mercati dell'energia europei indipendenti dalle forniture russe. In aggiunta, la transizione verde può incidere sui prezzi dell'energia e contribuire ai periodi di maggiore volatilità dei prezzi. Se gli investimenti nella produzione di petrolio e gas sono allineati con gli obiettivi di emissioni pari a zero, ma l'offerta di energia da fonti rinnovabili non riesce a soddisfare con continuità la domanda, potrebbero verificarsi periodi ricorrenti caratterizzati da prezzi dell'energia elevati e volatili. L'aumento delle imposte sulle emissioni di carbonio nell'UE potrebbe acuire le pressioni al rialzo sui prezzi dell'energia. Tuttavia una maggiore decarbonizzazione e un aumento dell'efficienza del sistema energetico implicano anche una minore dipendenza dei prezzi al consumo dell'energia nell'area dell'euro dai prezzi delle materie prime a livello mondiale e un maggior ricorso a energie rinnovabili meno costose, fattori che nel lungo periodo potrebbero esercitare un impatto al ribasso sui prezzi al consumo dell'energia.

**La valutazione degli andamenti dei prezzi dell'energia dipende dalla fonte dello shock, che può essere difficile da individuare<sup>23</sup>.** La combinazione di fonti energetiche è in evoluzione e il presente articolo individua un ruolo meno centrale del greggio (materia prima non prodotta nell'area dell'euro) e uno sempre più

<sup>23</sup> Cfr. anche Schnabel, I., "A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation", discorso pronunciato in occasione del dibattito tra esperti "Monetary Policy and Climate Change", nell'ambito della conferenza "The ECB and its Watchers XXII", 17 marzo 2022.

preponderante di gas ed elettricità, il cui andamento dei prezzi è maggiormente collegato all'offerta e alla domanda interna rispetto a quanto non avvenga per il petrolio. Ciò implica che potrebbe essere più complicato attribuire in modo disambiguo gli andamenti dei prezzi dell'energia a shock esterni. Se la combinazione di fonti energetiche si evolverà in modo differente tra i diversi paesi dell'area dell'euro potrebbe verificarsi una maggiore dispersione tra paesi riguardo all'inflazione dei beni energetici, rispetto a un mondo in cui gli andamenti dei corsi petroliferi a livello globale implicano shock comuni a tutti i paesi.

## 2 Le strutture del finanziamento del debito delle imprese e la trasmissione degli shock nell'area dell'euro

a cura di **Fédéric Holm-Hadulla, Alberto Musso, Giulio Nicoletti e Mika Tujula**

### 1 Introduzione

**La struttura del finanziamento del debito delle imprese dell'area dell'euro si è ampliata dall'introduzione dell'euro come valuta comune.** Sebbene i prestiti bancari rappresentino ancora una quota rilevante del debito societario, le imprese dell'area dell'euro hanno fatto sempre più ricorso al finanziamento obbligazionario, soprattutto dopo la crisi finanziaria globale (global financial crisis, GFC) del 2008-2009<sup>1</sup>. Di conseguenza, il volume in essere di obbligazioni rispetto ai prestiti bancari delle imprese dell'area dell'euro è salito approssimativamente al 30 per cento, dal 15 per cento circa della metà del 2008<sup>2</sup>. Negli ultimi quindici anni, i mercati delle obbligazioni societarie si sono quindi affermati come una determinante sempre più significativa delle condizioni creditizie nell'area dell'euro.

**L'aumento del finanziamento obbligazionario è proseguito durante la pandemia di coronavirus (COVID-19), pur rispecchiando determinanti diverse rispetto al periodo della crisi finanziaria globale e al periodo a essa**

**successivo.** In un contesto di gravi vulnerabilità nel settore bancario, l'offerta di prestiti si è ridotta sulla scia della crisi finanziaria globale (cfr. la sezione 2). Ciò ha imposto alle imprese il ricorso ai mercati obbligazionari come fonte alternativa di credito, nonostante il maggiore costo relativo in quel periodo<sup>3</sup>. Durante la pandemia, invece, le imprese hanno beneficiato di condizioni di offerta di prestiti più favorevoli rispetto al periodo della crisi finanziaria globale. Ciò è dovuto al fatto che a) le banche hanno affrontato la pandemia con bilanci significativamente più solidi, in parte a causa della riforma regolamentare del decennio precedente, e b) la capacità di intermediazione bancaria è stata sostenuta da una risposta rapida ed estesa in

---

<sup>1</sup> In tutto il presente articolo si fa riferimento al finanziamento tramite obbligazioni societarie includendo anche i titoli di debito a più breve termine, come la carta commerciale. Nell'area dell'euro le consistenze in essere di titoli di debito a breve termine hanno raggiunto approssimativamente 120 miliardi di euro alla fine del 2021, pari a circa il 7 per cento del totale delle consistenze in essere dei titoli di debito societari.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, Cappiello, L., Holm-Hadulla, F., Maddaloni, A., Mayordomo, S., Unger, R. et al., "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities", *Occasional Paper Series*, n. 270, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2021. Nello stesso periodo anche il ruolo relativo del finanziamento obbligazionario è cresciuto nelle altre principali economie. Negli Stati Uniti, ad esempio, il volume in essere di obbligazioni rispetto ai prestiti bancari da parte delle imprese è salito approssimativamente al 65 per cento, da circa il 50 per cento della metà del 2008.

<sup>3</sup> Cfr. De Fiore, F. e Uhlig, H., "Corporate debt structure and the financial crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, n. 8, pagg. 1571-1598.

materia di bilancio, vigilanza e politica monetaria<sup>4</sup>. Poiché tali fattori hanno sostenuto ingenti flussi di prestiti a condizioni favorevoli durante tutta la pandemia, la concomitante espansione del finanziamento obbligazionario si è integrata al credito bancario, anziché sostituirlo. A tale proposito, il finanziamento obbligazionario ha beneficiato sia del sostegno fornito dalla politica monetaria ai mercati obbligazionari negli ultimi anni (cfr. la sezione 3) sia dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari non bancari (cfr. i riquadri 1 e 2).

**Le evidenze riportate nel presente articolo indicano che la struttura del finanziamento delle imprese è inoltre importante per la trasmissione degli shock all'economia.** I profili desunti da un modello econometrico indicano che sia i prestiti sia le obbligazioni nell'area dell'euro crescono in risposta a un aumento esogeno degli investimenti delle imprese, che potrebbe concretizzarsi, ad esempio, se la ripresa dovesse segnare un'accelerazione inaspettata (cfr. la sezione 4). D'altro canto, quando l'economia dell'area dell'euro subisce shock avversi dal lato dell'offerta aggregata, le regolarità storiche indicano che l'emissione di obbligazioni societarie tende ad attutire la conseguente contrazione del credito, sostenendo a sua volta la capacità di tenuta dell'economia.

**Inoltre, l'accresciuto ruolo del finanziamento obbligazionario influenza anche la trasmissione della politica monetaria.** Il suddetto modello econometrico suggerisce che il finanziamento obbligazionario nell'area dell'euro contrasti in parte il canale del credito bancario, rafforzando al tempo stesso altri canali che operano attraverso condizioni più ampie dei mercati finanziari (cfr. la sezione 4). La trasmissione delle misure di politica monetaria che incidono principalmente sui tassi di interesse a breve termine è quindi più forte nei paesi dell'area dell'euro con una quota inferiore di finanziamento obbligazionario. Per contro, le misure che incidono principalmente sui tassi di interesse a lungo termine, e sono pertanto concentrate in segmenti di scadenze che rappresentano la maggior parte delle emissioni di obbligazioni societarie, sono soggette a una più forte trasmissione nei paesi con una quota maggiore di finanziamenti obbligazionari. Una determinata serie di misure può pertanto avere effetti economici diversi nelle diverse parti dell'area dell'euro.

**Oltre al cambiamento delle strutture del debito a livello aggregato, la mutata composizione dei mercati delle obbligazioni societarie potrebbe influire sulla trasmissione e sulla capacità di tenuta delle imprese rispetto agli shock.**

La maggiore dipendenza delle imprese dell'area dell'euro dai mercati obbligazionari non si è limitata agli emittenti storicamente più grandi; l'andamento è stato altresì trainato da imprese che hanno fatto il loro ingresso di recente, per la prima volta, nel mercato obbligazionario. Ciò ha determinato uno spostamento della composizione degli emittenti obbligazionari a favore di imprese più piccole e più rischiose (cfr. il

---

<sup>4</sup> Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine della BCE sono una componente di primo piano delle misure di politica monetaria a sostegno del canale di trasmissione bancario. Cfr., ad esempio, Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., *OMRLT-III e condizioni del credito bancario* nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Un ulteriore sostegno al canale di trasmissione bancario è stato fornito dal programma di acquisto per l'emergenza pandemica della BCE, che ha controbilanciato le pressioni sulla frammentazione emerse nelle prime fasi della crisi. See, for example, Lane, P., "The market stabilisation role of the pandemic emergency purchase programme", *Il Blog della BCE*, 22 giugno 2020.

riquadro 1). La conseguente diversificazione, per cui la struttura del debito non si basa più prevalentemente sul settore bancario, potrebbe rafforzare la capacità di tenuta delle imprese alle crisi che colpiscono principalmente tale parte del settore finanziario. Inoltre, l'accesso ai mercati obbligazionari non sembra indurre sistematicamente le imprese ad accrescere la propria leva finanziaria (cfr. il riquadro 2). Ciò è rassicurante in termini di capacità di tenuta finanziaria delle imprese, giacché i problemi di eccesso di debito nel settore societario potrebbero deprimere gli investimenti, l'occupazione e il PIL. Al tempo stesso, l'accresciuta presenza di imprese più vulnerabili nei mercati obbligazionari potrebbe esporre il settore societario a più ampie turbolenze nei mercati finanziari, ponendo così potenziali sfide per la trasmissione della politica monetaria.

## 2 Racconto di due crisi

### **Dall'inizio della pandemia i mercati delle obbligazioni societarie hanno agito da importante complemento all'indebitamento bancario da parte delle imprese dell'area dell'euro.**

Le condizioni del mercato delle obbligazioni societarie si sono nettamente deteriorate durante le turbolenze finanziarie tra la fine di febbraio e l'inizio di marzo 2020, innescate dal rapido aumento dei casi di COVID-19 in Europa. Dopo l'adozione del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) da parte della BCE, il 18 marzo 2020, i prezzi e le emissioni delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro hanno segnato una ripresa (cfr. sotto). Alla fine del 2021 le consistenze in essere di obbligazioni societarie dell'area dell'euro si collocavano su un livello superiore di oltre 200 miliardi di euro rispetto a quello precedente la pandemia (cfr. il pannello a) del grafico 1). Tale espansione ha interessato in maniera generalizzata i maggiori paesi dell'area. Sebbene la Francia, con la sua quota storicamente elevata di finanziamento obbligazionario, abbia rappresentato la maggior parte della crescita delle emissioni, anche Spagna, Germania e Italia hanno registrato forti flussi positivi. In questi ultimi tre paesi, la quota di finanziamento obbligazionario sul debito aggiuntivo sottoscritto dalle imprese durante la pandemia ha di fatto superato in misura considerevole l'importo necessario a stabilizzare la quota obbligazionaria nelle consistenze di debito ai livelli antecedenti la crisi (cfr. il pannello b) del grafico 1). Pertanto la tendenza ascendente di lungo periodo del finanziamento obbligazionario in percentuale del debito societario si è protratta durante la crisi pandemica, accrescendone l'importanza per le condizioni creditizie complessive nell'area dell'euro<sup>5</sup>.

### **Il ruolo complementare del debito basato sul mercato e sul settore bancario durante la pandemia contrasta con i profili osservati durante la crisi finanziaria globale, quando il finanziamento obbligazionario ha sostituito i prestiti bancari.**

Sebbene entrambe le crisi siano state seguite da analoghe tendenze al rialzo dei volumi di finanziamento obbligazionario, la dinamica dei prestiti bancari ha evidenziato andamenti opposti. A differenza della loro espansione senza precedenti

<sup>5</sup> A fine 2021 le consistenze in essere delle emissioni di obbligazioni societarie e dei prestiti bancari nell'area dell'euro ammontavano rispettivamente a 1.662 e 4.995 miliardi di euro.

durante la crisi pandemica, i prestiti alle imprese si sono complessivamente contratti nei diciotto mesi successivi al fallimento di Lehman Brothers (cfr. il pannello a) del grafico 1). Tale quadro contrastante è coerente con le diverse condizioni di offerta dei prestiti osservate nelle rispettive crisi. In un contesto caratterizzato da una pressante necessità di risanamento dei bilanci bancari e dal conseguente inasprimento della regolamentazione, l'offerta di prestiti si è contratta bruscamente durante la crisi finanziaria globale (cfr. il grafico 2)<sup>6</sup>. Ciò ha a sua volta costretto le imprese che hanno accesso ai mercati obbligazionari a ricorrere a tale fonte alternativa di finanziamento mediante ricorso al debito, nonostante l'elevato costo relativo in quel periodo (cfr. il pannello a) del grafico 3). Inoltre, la riduzione dell'offerta di prestiti ha fatto sì che molte delle imprese interamente dipendenti dalle banche siano state escluse dal finanziamento esterno, il che ha rafforzato l'impatto restrittivo della crisi finanziaria globale sulla loro attività aziendale. Tuttavia, durante la crisi pandemica, le banche hanno beneficiato dei precedenti sforzi per risanare i propri bilanci, uniti a un rafforzamento del quadro regolamentare e di vigilanza dell'area dell'euro e dell'ampia risposta di policy, volta a proteggere l'offerta di credito. Ciò ha consentito loro di ricorrere alla propria capacità di prestito come meccanismo di sostegno al settore societario, dando luogo a condizioni di offerta dei prestiti molto più favorevoli (cfr. il pannello b) del grafico 3). Pertanto, l'espansione del finanziamento tramite obbligazioni societarie durante la crisi pandemica non è stata determinata dalla necessità, ma dalla scelta, compiuta dalle imprese, di sfruttare il costo favorevole del finanziamento tramite obbligazioni societarie in tale periodo (cfr. il pannello b) del grafico 3)<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> L'indicatore dell'offerta di prestiti si basa su Altavilla, C., Darracq Pariès, M. e Nicoletti, G., "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019.

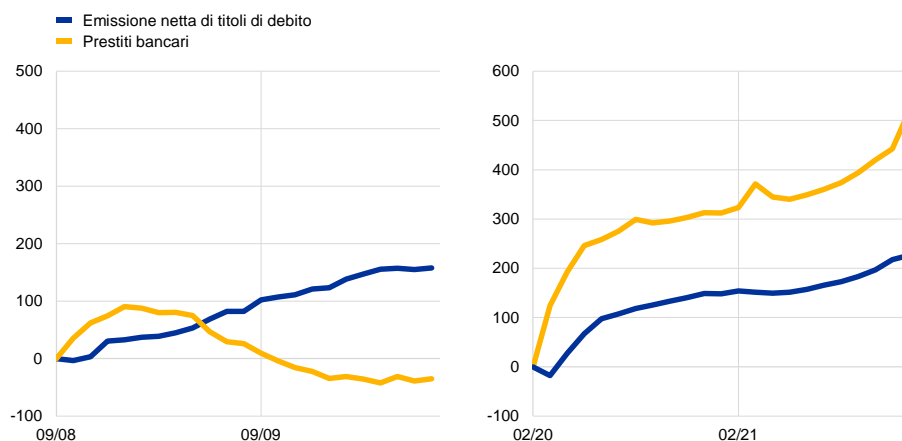
<sup>7</sup> I riquadri 1 e 2 documentano due importanti fatti aggiuntivi che hanno distinto le condizioni del mercato delle obbligazioni societarie durante le due crisi. In primo luogo, molti emittenti che hanno collocato titoli per la prima volta, entrando in questo mercato durante le crisi, sono stati in media più rischiosi degli emittenti esistenti. In secondo luogo, e forse in relazione a ciò, le dimensioni degli intermediari finanziari non bancari, i principali detentori di obbligazioni societarie, sono aumentate a partire dalla crisi finanziaria globale. Ciò potrebbe aver fornito un'ulteriore offerta di credito alle imprese, esercitando in tal modo pressioni al ribasso sul costo del finanziamento obbligazionario. In contrasto con questi profili divergenti dei flussi di finanziamento mediante ricorso al debito durante la crisi finanziaria globale e la crisi pandemica, l'emissione netta di azioni è stata simile durante le due crisi.

## Grafico 1

Prestiti dell'area dell'euro alle società non finanziarie (SNF) ed emissione di titoli di debito societari durante la crisi finanziaria globale e la crisi pandemica

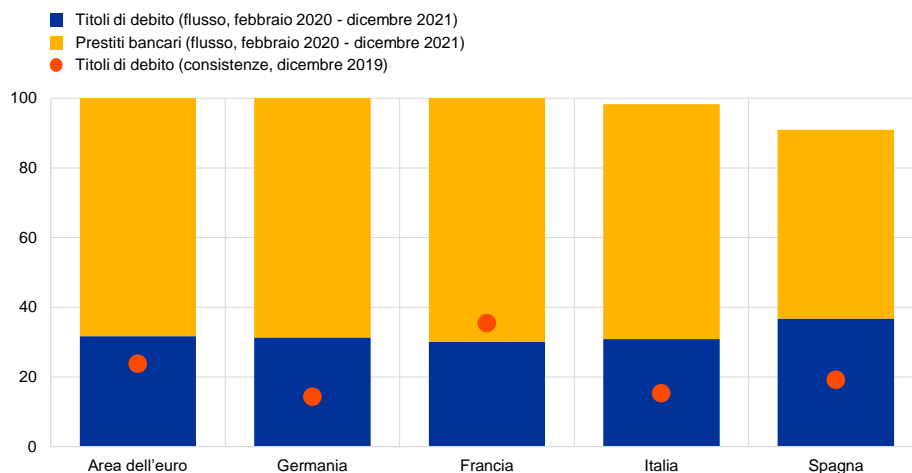
### a) Flussi nell'area dell'euro durante la crisi finanziaria globale (pannello di sinistra) e la crisi pandemica (pannello di destra)

(flussi mensili cumulati, miliardi di euro)



### b) Quota dei titoli di debito societari e dei prestiti nei paesi dell'area dell'euro durante la crisi pandemica

(valori percentuali)



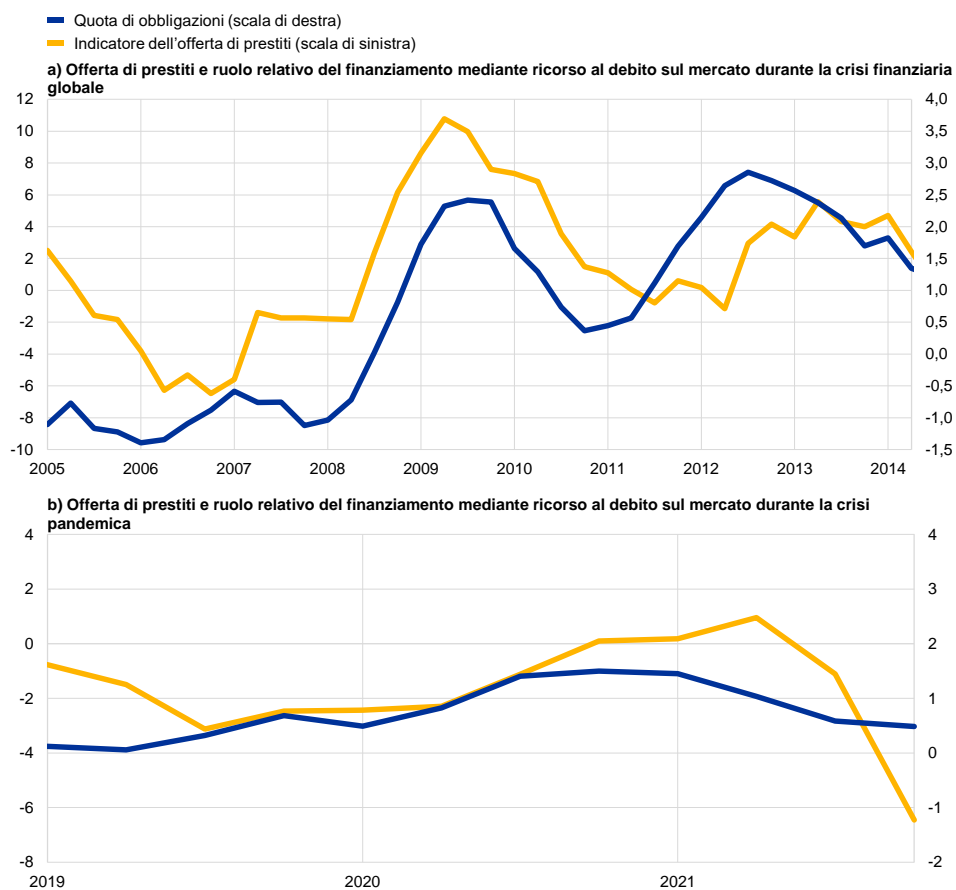
Fonte: BCE (voci di bilancio e dati sui titoli).

Note: pannello b): gli istogrammi indicano le quote dei prestiti bancari alle SNF e delle emissioni obbligazionarie delle SNF della somma di queste due fonti di finanziamento esterno sulla base dei flussi mensili cumulati da febbraio 2020 a dicembre 2021. I pallini si riferiscono alle quote delle consistenze in essere a dicembre 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021.

## Grafico 2

### Offerta di prestiti e ruolo relativo del finanziamento mediante ricorso al debito sul mercato

(scala di sinistra: variazioni percentuali delle quote obbligazionarie, scala di destra: variazioni differite dell'indicatore dell'offerta di prestiti; un aumento dell'indicatore dell'offerta di prestiti (loan supply indicator, LSI) rappresenta un irrigidimento di tale offerta)

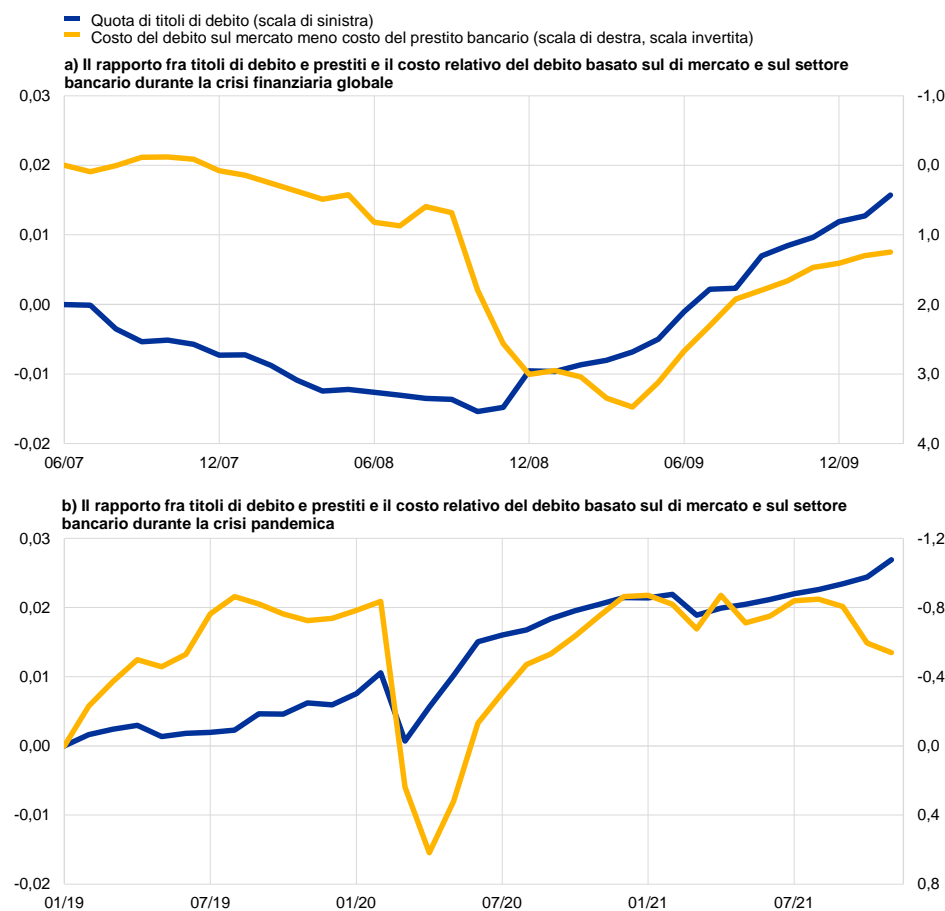


Fonti: BCE (voci di bilancio e dati sui titoli), indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) ed elaborazioni della BCE.  
Note: la quota di obbligazioni è la variazione annua del rapporto tra obbligazioni e prestiti. L'LSI riflette le variazioni delle condizioni di offerta da un trimestre al successivo. È cumulata a livelli ed espressa come variazioni annuali. La sua costruzione segue la metodologia utilizzata in Altavilla, Darracq Paries e Nicoletti (2019), al fine di eliminare gli effetti dei fattori dal lato della domanda dagli indicatori, basati sull'indagine sul credito bancario, dell'offerta di prestiti. L'LSI viene spostato indietro di sei trimestri perché si riscontra che le variazioni dell'offerta di prestiti influiscono sulla dinamica della quota di obbligazioni con un ritardo di sei trimestri. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2021 per la quota di obbligazioni e a giugno 2020 per l'LSI.

### Grafico 3

#### Il rapporto fra titoli di debito e prestiti e il costo relativo del debito basato sul mercato e sul settore bancario

(scala di sinistra: variazioni cumulate; scala di destra: rapporto basato su consistenze nozionali; punti percentuali)



Fonti: BCE (voci di bilancio, dati sui titoli e dati mensili sui tassi di interesse delle IFM), Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.  
Note: variazione cumulata delle consistenze in essere di titoli di debito in percentuale del debito (misurata come somma di titoli di debito e prestiti bancari), sulla base delle consistenze nozionali a partire da giugno 2007 (pannello a)) e gennaio 2019 (pannello b)); variazioni cumulate del costo relativo del debito basato sul mercato (costo del debito basato sul mercato meno costo del finanziamento bancario) in punti percentuali a partire da giugno 2007 e gennaio 2019. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2010 e a dicembre 2021.

**Le diverse motivazioni alla base delle decisioni di finanziamento delle imprese durante le due crisi si riflettono anche nei dati a livello di impresa.** Entrambe le crisi hanno esercitato effetti eterogenei sull'andamento delle singole imprese, misurato ad esempio dalla crescita delle vendite (cfr. il grafico 4). Sebbene la maggior parte delle imprese abbia subito una contrazione, alcune hanno affrontato le crisi in maniera migliore o addirittura potenziato i propri risultati<sup>8</sup>. Di conseguenza si può distinguere tra imprese più colpite, le cui decisioni di indebitamento sono state dettate dalla

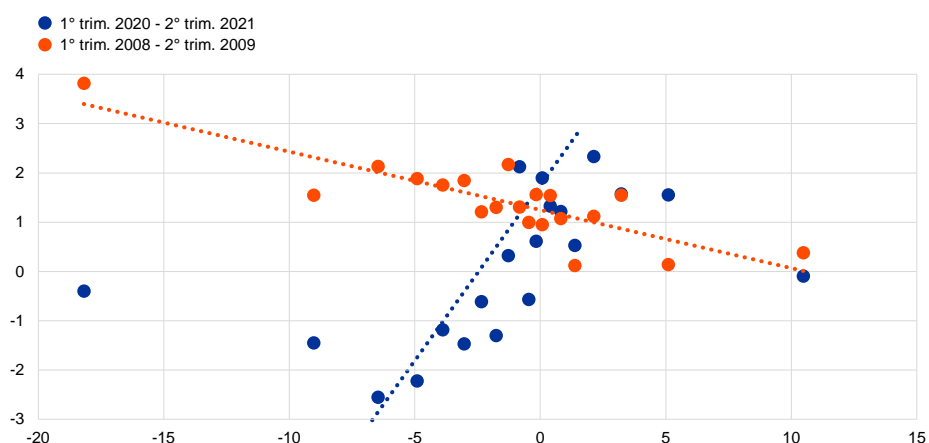
<sup>8</sup> Una caratteristica fondamentale della crisi pandemica, che la distingue anche dalla crisi finanziaria globale, è che le ricadute economiche sono state distribuite in modo molto disomogeneo nel settore societario. Le imprese che offrono servizi a elevata intensità di contatti sono state particolarmente colpite dalla crisi pandemica, date le restrizioni alle interazioni fisiche autoimposte e imposte dai governi. All'estremo opposto, la crisi pandemica ha di fatto prodotto benefici economici per molte imprese che operavano prevalentemente in forma digitale, in quanto sia le attività lavorative sia quelle legate al tempo libero si sono spostate sempre più online. Il grafico 4 si concentra sulle grandi imprese, mentre i servizi a elevata intensità di contatti sono, per la maggior parte, forniti da piccole imprese. Pertanto, è improbabile che tale fattore sia la principale determinante dei profili qui descritti.

necessità di soddisfare il fabbisogno di liquidità di emergenza, e imprese meno colpite le cui decisioni di indebitamento sono rimaste basate sull'attrattiva relativa dei diversi strumenti di debito. Tale distinzione si è successivamente manifestata in relazioni opposte tra i risultati delle imprese e le strutture di finanziamento mediante ricorso al debito durante le due crisi (cfr. il grafico 4). Durante la crisi finanziaria globale, anche le imprese più colpite hanno accresciuto il ricorso relativo al finanziamento obbligazionario per sostenere il proprio fabbisogno di credito di emergenza, in un contesto caratterizzato da stringenti vincoli dal lato dell'offerta di prestiti (cfr. la linea arancione nel grafico 4). Tuttavia, durante la pandemia le imprese più colpite hanno potuto fare affidamento sul credito bancario come rete di sicurezza, mentre le imprese meno colpite hanno potuto ricorrere al finanziamento obbligazionario per beneficiare del suo costo relativo favorevole (cfr. la linea blu nel grafico 4).

### Grafico 4

#### I risultati delle imprese e la struttura del finanziamento durante la crisi finanziaria globale e la crisi pandemica

(asse delle ascisse: crescita delle vendite, punti percentuali; asse delle ordinate: variazione annua della quota di obbligazioni, punti percentuali)



Fonti: S&P Capital IQ, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.  
 Note: grafico di dispersione aggregato su un campione di circa 2.000 imprese; ogni punto è il centro di un gruppo e ciascun raggruppamento rappresenta un percentile della distribuzione. La linea blu esclude i due punti ai percentili estremi in cui la quota di obbligazioni non è stata reattiva agli andamenti legati alle crisi. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2021.

### Riquadro 1

#### Analisi dell'aumento del finanziamento obbligazionario nell'area dell'euro

a cura di Melina Papoutsis<sup>9</sup>

Il presente riquadro analizza la crescita del finanziamento obbligazionario nell'area dell'euro, attraverso dati sezionali di società emittenti. Nel corso degli ultimi due decenni diverse tendenze macroeconomiche hanno determinato la crescita del finanziamento obbligazionario in Europa. Tra queste determinanti figurano: il calo dell'offerta di prestiti bancari, l'applicazione di una regolamentazione più severa, l'orientamento accomodante della politica monetaria, che genera una compressione dei rendimenti obbligazionari (anche attraverso il programma di acquisto delle attività del settore societario della BCE), la normativa a supporto dell'emissione di obbligazioni societarie

<sup>9</sup> Il riquadro è basato su Darmouni, O. e Papoutsis, M., "The Rise of Bond Financing in Europe", *Working Paper Series*, n. 2663, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2022.

da parte di piccole e medie imprese in alcuni paesi dell'area dell'euro e le riforme della legislazione che disciplina i fallimenti<sup>10</sup>. Mentre la crescita aggregata del finanziamento obbligazionario è un argomento ben noto, non si può dire lo stesso delle sue implicazioni a livello di dati sezionali. In passato il mercato obbligazionario europeo era composto esclusivamente dalle imprese di maggiori dimensioni. Il presente riquadro mette in luce dei nuovi dati micro impiegati per esaminare la crescita del mercato obbligazionario nel corso degli ultimi due decenni e offre una risposta alle tre seguenti domande. In primo luogo, l'aumento del finanziamento obbligazionario si concentra solo tra gli emittenti storici o stanno accedendo al mercato delle imprese nuove? In secondo luogo, che tipo di emittente è il principale responsabile di un margine di crescita così marcato? Infine, chi sono gli investitori che stanziavano il credito addizionale offerto mediante i mercati delle obbligazioni societarie?

La maggiore dipendenza delle imprese dai mercati obbligazionari non si limita agli emittenti storicamente più grandi; l'andamento è altresì trainato da imprese che hanno fatto il loro ingresso nel mercato obbligazionario, per la prima volta, negli ultimi 15 anni. Ciò ha determinato uno spostamento nella composizione degli emittenti obbligazionari a favore di imprese più piccole e più rischiose. Gli andamenti dei rating creditizi mostrano che il volume di titoli di tipo BBB sta registrando un rapido aumento, superando il resto dei titoli della categoria investment grade. Tuttavia, se si considerano esclusivamente i rating creditizi si sottostima il trasferimento di rischio sottostante per due ragioni. In primo luogo, le agenzie di rating offrono una copertura ridotta dell'area dell'euro, in quanto viene assegnato un rating a meno del 15 per cento dei nuovi emittenti di obbligazioni. In secondo luogo, i nuovi emittenti con rating sono caratterizzati da dimensioni e redditività notevolmente maggiori rispetto ai nuovi emittenti cui non è stato assegnato un rating. È pertanto necessario stabilire delle relazioni tra l'emissione di obbligazioni e le caratteristiche delle imprese, al fine di ottenere un'analisi più approfondita del rischio che gli emittenti dell'area dell'euro devono gestire.

Rispetto agli emittenti storici che detenevano già obbligazioni nel 2003, i nuovi emittenti sono notevolmente più piccoli, con una minore redditività e un grado maggiore di leva finanziaria<sup>11</sup>. Ciò è particolarmente evidente in caso di emittenti quotati, il cui numero si è moltiplicato negli ultimi anni. Il grafico A mette a confronto le caratteristiche dei nuovi emittenti e quelle degli emittenti storici e di coloro che non emettono obbligazioni nel periodo in esame, incluse le imprese non quotate. È possibile calcolare dati relativi a tre caratteristiche, cioè dimensioni, leva finanziaria e redditività, perfino per le imprese cui non è stato assegnato un rating. Nel pannello a) sono evidenti le dimensioni notevolmente ridotte dei nuovi emittenti rispetto a quelli storici. Il grafico nella parte sinistra del pannello b) mette in evidenza che nel periodo in esame i nuovi emittenti presentavano

<sup>10</sup> Cfr. Altavilla, C., Pagano, M. e Simonelli, S., "Bank Exposures and Sovereign Stress Transmission", *Review of Finance*, vol. 21, n. 6, ottobre 2017, pagg. 2103-2139; Arce, O., Mayordomo, S. e Gimeno, R., "Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE", *Review of Finance*, vol. 25, n. 1, febbraio 2021, pagg. 43-84; Becker, B. e Ivashina, V., "Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis", *Review of Finance*, vol. 22, n. 1, febbraio 2018, pagg. 83-115; Becker, B. e Josephson, J., "Insolvency Resolution and the Missing High-Yield Bond Markets", *The Review of Financial Studies*, vol. 29, n. 10, ottobre 2016, pagg. 2814-2849; De Santis, R. e Zaghini, A., "Unconventional monetary policy and corporate bond issuance", *Working Paper Series*, n. 2329, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2019; Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. e Streitz, D., "A capital structure channel of monetary policy", *Journal of Financial Economics*, vol. 133, n. 2, agosto 2019, pagg. 357-378; Ongena, S., Pinoli, S., Rossi, P. e Scopelliti, A., "Bank credit and market-based finance for corporations: the effects of minibond issuances", *Working Paper Series*, n. 2508, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2020; Todorov, K., "Quantify the quantitative easing: Impact on bonds and corporate debt issuance", *Journal of Financial Economics*, vol. 135, n. 2, febbraio 2020, pagg. 340-358.

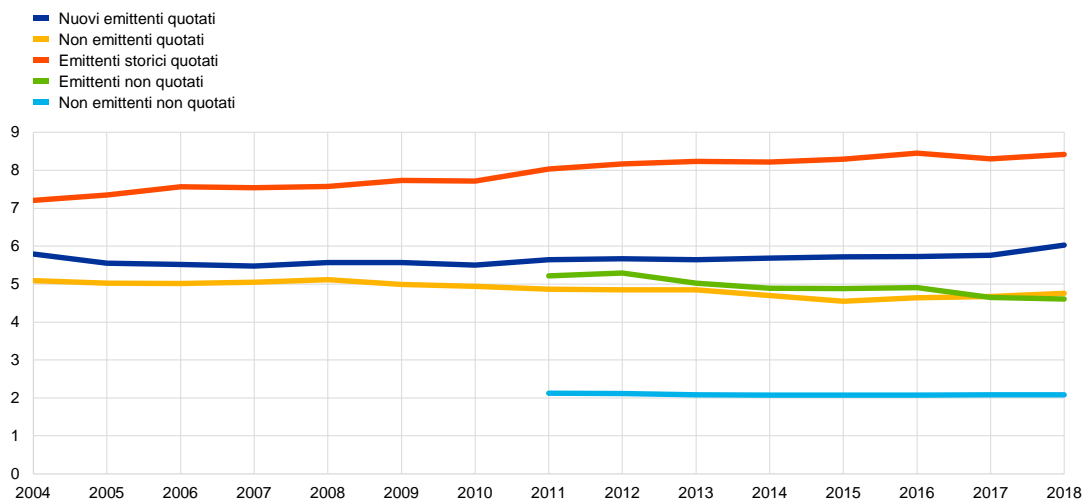
<sup>11</sup> Le imprese che hanno avuto accesso al mercato obbligazionario dopo l'anno 2006 rappresentano quasi il 15 per cento del volume totale di obbligazioni detenute nel 2019.

volumi di debito consistenti. In base al grafico nella parte destra del pannello b) i nuovi emittenti presentano livelli di redditività inferiori rispetto agli emittenti storici. Tali caratteristiche sono particolarmente evidenti per gli emittenti non quotati, che tendono ad avere dimensioni inferiori, minore redditività e un grado più elevato di leva finanziaria rispetto agli emittenti quotati.

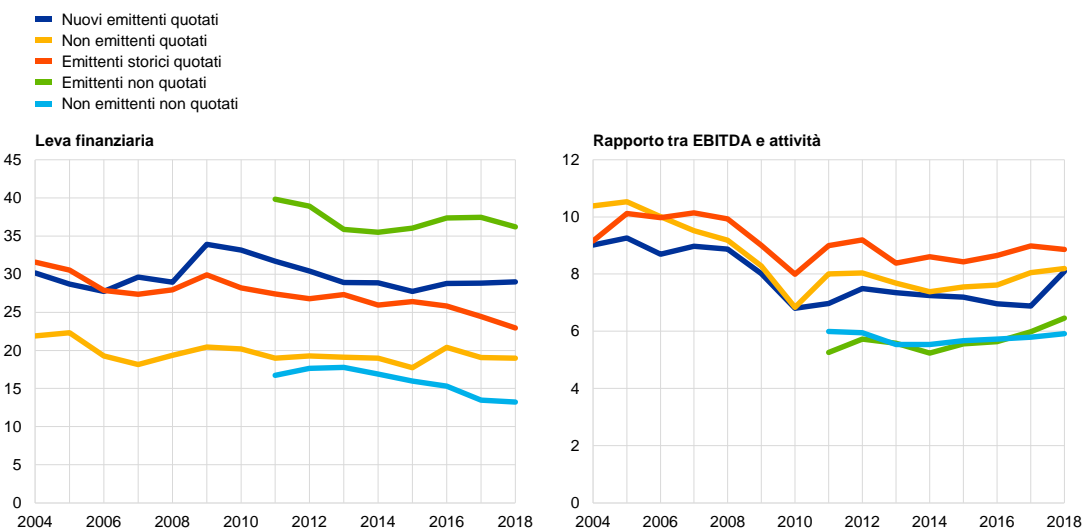
## Grafico A

### Dimensioni, leva finanziaria e redditività di diverse tipologie di impresa

#### a) Totale degli attivi



#### b) Leva finanziaria e rapporto tra EBITDA e attività



Fonti: S&P Capital IQ, Compustat Global e Orbis.

Note: il grafico rappresenta la mediana di (a) logaritmo delle attività differite, (b) rapporto tra debito e attività, in percentuale differita e (c) rapporto tra utile al lordo di interessi passivi, imposte, svalutazioni e ammortamenti (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation, EBITDA) e attività in percentuale differita, per emittenti storici quotati, nuovi emittenti e non emittenti nel periodo compreso tra gli anni 2004 e 2018, nonché per emittenti non quotati e non emittenti nel periodo compreso tra gli anni 2011 e 2018. Le attività differite sono impiegate come indicatore delle dimensioni di un'impresa, mentre il rapporto tra debito e attività è usato come misura della leva finanziaria e quello tra EBITDA e attività come misura della redditività. La voce emittenti storici quotati comprende le imprese che nell'anno 2002 o 2003 detenevano obbligazioni positive. La voce nuovi emittenti quotati comprende le imprese quotate che nel periodo compreso tra gli anni 2004 e 2018 hanno emesso obbligazioni per la prima volta. La voce non emittenti quotati comprende le imprese quotate che nel periodo compreso tra gli anni 2002 e 2018 non hanno mai emesso obbligazioni, nonché i nuovi emittenti quotati nel periodo precedente la prima emissione. La voce emittenti non quotati comprende le imprese che nel periodo compreso tra gli anni 2010 e 2018 detenevano obbligazioni positive.

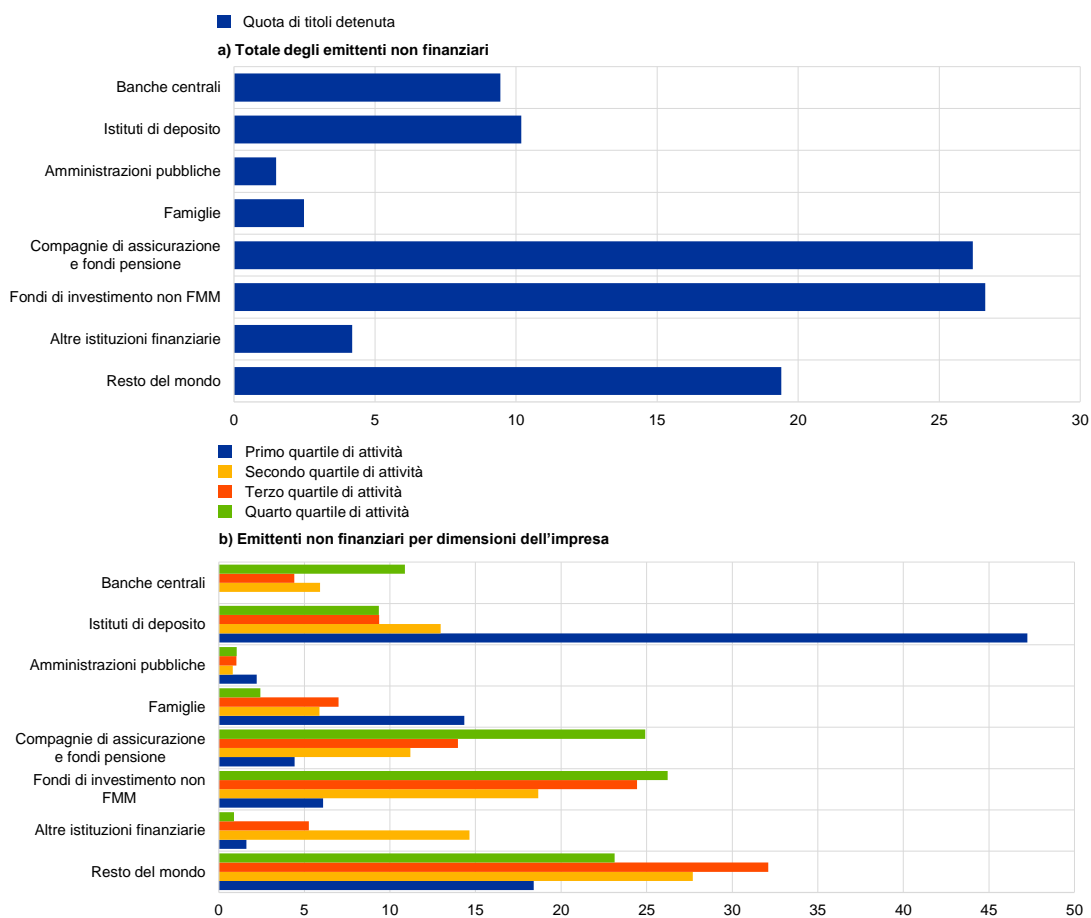
Al fine di determinare le implicazioni economiche della crescita del mercato obbligazionario, è necessario domandarsi come varia la composizione degli investitori tra i diversi tipi di emittente. Il rischio di un improvviso deterioramento dell'offerta di fondi da parte dei prestatori nelle fasi

caratterizzate da difficoltà finanziarie rappresenta una fonte di notevole preoccupazione per i mercati creditizi. Mentre i tradizionali investitori “buy-and-hold” (“compra e tieni”) di obbligazioni (quali fondi pensione e compagnie di assicurazione) guardano al lungo periodo, i fondi obbligazionari sono cresciuti in misura notevole negli ultimi decenni. In fasi caratterizzate da difficoltà, questi ultimi possono diventare causa di vendite forzate e tensioni nella determinazione dei prezzi<sup>12</sup>.

## Grafico B

### Composizione degli investitori – emittenti non finanziari nel 2019

(valori percentuali)



Fonti: statistiche macroeconomiche e settoriali dello Statistical Data Warehouse (SDW) della BCE, CSDB, SHS-S, Compustat Global e Orbis.

Note: il grafico B mostra la composizione degli investitori dei titoli di debito emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro alla fine del 2019. La voce resto del mondo è stimata come differenza tra l'importo totale di titoli di debito detenuti e i singoli importi detenuti da alcuni investitori dell'area dell'euro. I titoli detenuti dalle società non finanziarie non sono inclusi. Il pannello a) mostra la composizione degli investitori per tutti gli emittenti non finanziari e nel pannello b) il campione è diviso impiegando il volume delle attività di un'impresa per approssimarne le dimensioni. Nel pannello b) le attività di un'impresa aumentano in ogni quartile (quindi il primo quartile include imprese con il livello più basso di totale degli attivi del campione, mentre le imprese nel quarto quartile presentano il livello di totale degli attivi più elevato). "FMM" sta per "fondi di mercato monetario".

Le consistenze di titoli detenuti da parte di investitori stabili “buy-and-hold” di obbligazioni sono ampie a livello aggregato, ma ridotte per gli emittenti più deboli. Il grafico B mostra la composizione

<sup>12</sup> Cfr. Becker, B. e Benmelech, E., “The Resilience of the U.S. Corporate Bond Market During Financial Crises”, *Working Paper Series*, n. 28868, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, maggio 2021; Goldstein, I., Jiang, H. e Ng, D.T., “Investor flows and fragility in corporate bond funds”, *Journal of Financial Economics*, vol. 126, n. 3, dicembre 2017, pagg. 592-613; Falato, A., Goldstein, I. e Hortaçsu, A., “Financial Fragility in the COVID-19 Crisis: The Case of Investment Funds in Corporate Bond Markets”, *Working Paper Series*, n. 27559, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, maggio 2021.

degli investitori alla fine del 2019 per tutte le obbligazioni societarie emesse da tutti gli emittenti non finanziari dell'area euro nel pannello a) e da emittenti non finanziari dell'area dell'euro di diverse dimensioni nel pannello b). Dal confronto dei due pannelli emerge quanto segue. In primo luogo, la composizione degli investitori degli emittenti maggiori è simile a quella osservata a livello aggregato. Tuttavia, la composizione degli investitori degli emittenti privati di dimensioni minori presenta notevoli differenze. La quota di investitori "buy-and-hold" (ad esempio Eurosistema, compagnie di assicurazione e fondi pensione) è inferiore a quella a livello aggregato soltanto del 5 per cento, o 20 punti percentuali circa. I mandati degli investitori a lungo termine ne limitano l'esposizione al rischio e possono sistematicamente escludere i nuovi emittenti a causa delle loro dimensioni in termini di obbligazioni o dello status di rating. In secondo luogo, le quote più elevate di titoli detenuti si riscontrano presso le famiglie (14 per cento rispetto al 3 per cento) e le banche (oltre il 40 per cento rispetto al 9 per cento). Per gli emittenti di dimensioni inferiori, i titoli obbligazionari detenuti sono detenuti per la maggior parte nel settore bancario, il che implica un grado elevato di esposizione agli shock bancari. Tali circostanze suggeriscono che ci sia corrispondenza tra impresa e investitore.

Nel complesso, il panorama del finanziamento del debito societario ha subito profondi mutamenti negli ultimi 15 anni, con un numero molto più elevato di imprese esposte a oscillazioni di mercato. Un'ampia documentazione mostra che le imprese fanno maggior ricorso al credito e minore affidamento sul settore bancario. Non sono tuttavia ancora stati compresi appieno gli impatti di questo spostamento sulla stabilità finanziaria e le potenziali interazioni con la regolamentazione. Le evidenze riguardanti l'eterogeneità della composizione degli investitori obbligazionari in base ai diversi tipi di emittente rappresentano un primo passo verso la creazione di un sistema di riferimento più completo per l'offerta di credito tramite obbligazioni e le relative implicazioni macroeconomiche. Sono necessarie ulteriori analisi per comprendere meglio le implicazioni che tale spostamento nel finanziamento del debito societario comporta per il benessere economico e per le politiche.

---

### 3 Politica monetaria e flussi di finanziamento delle imprese

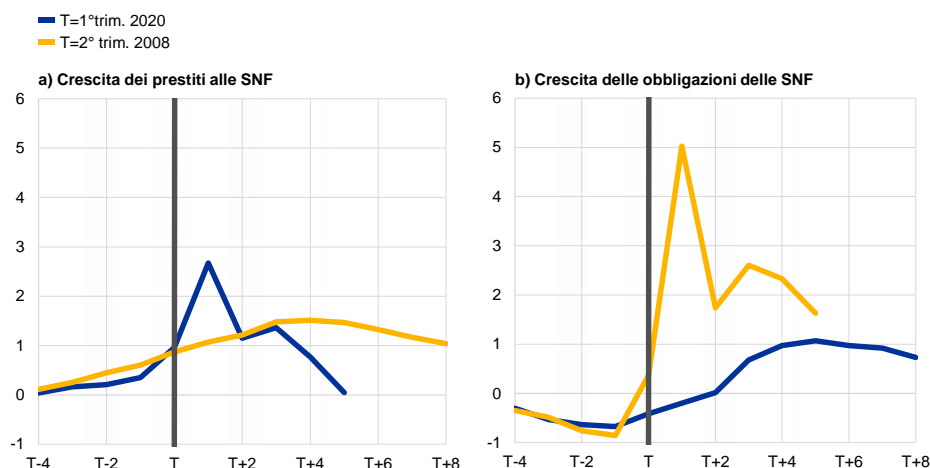
**Evidenze empiriche suggeriscono che la politica monetaria ha rappresentato un fattore determinante delle differenze riscontrate tra le due crisi in termini di flussi di finanziamento delle imprese.** Oltre che da una natura diversa, la crisi finanziaria globale e la pandemia sono state caratterizzate da una politica monetaria differente in termini di rapidità e intensità di reazione. L'analisi che segue mira a valutare l'eventuale contributo che tali differenze nella politica monetaria hanno fornito ai diversi profili dei flussi di finanziamento obbligazionario. Tale analisi si basa su un BVAR su media scala con restrizioni di segno per individuare shock multipli

finanziari, reali e di politica monetaria<sup>13</sup>. Questo modello si basa su una scomposizione storica ed è impiegato per quantificare il contributo fornito da ognuno degli shock identificati alla crescita dei prestiti alle SNF e delle obbligazioni in termini reali (cfr. il grafico 5). L'analisi indica che la politica monetaria è stata una causa fondamentale delle differenze tra le due crisi. Sebbene la politica monetaria abbia sostenuto i flussi di finanziamento tramite obbligazioni anche nella crisi finanziaria globale, durante la pandemia il contributo positivo fornito è quasi raddoppiato e si è rivelato molto più persistente. Questi risultati sono coerenti anche con l'architettura specifica della risposta di politica monetaria, che durante la pandemia, a differenza della crisi finanziaria globale, ha incluso anche gli acquisti di attività da parte della banca centrale, fornendo così un sostegno più diretto ai mercati delle obbligazioni delle imprese rispetto a quello che sarebbe derivato dalle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento convenzionali<sup>14</sup>.

### Grafico 5

Contributo fornito dalla politica monetaria alla crescita degli strumenti di debito delle SNF durante le due crisi

(punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: contributo fornito dalla politica monetaria alla crescita dei prestiti alle SNF in termini reali (pannello a) e alla crescita delle obbligazioni delle SNF in termini reali (pannello b)) sulla base di un modello BVAR su media scala che identifica shock multipli finanziari e reali con restrizioni di segno (cfr. Adalid, Korobilis e Musso, 2021). I contributi sono stati registrati dai quattro trimestri precedenti le crisi fino agli otto trimestri successivi e l'ultimo trimestre corrisponde all'inizio delle rispettive recessioni (indicato da "T", cioè un trimestre dopo il picco, come stabilito dallo Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR). L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2021.

**Oltre a fornire un ulteriore accomodamento, la politica monetaria ha anche sostenuto i mercati delle obbligazioni societarie prevenendo un periodo prolungato di turbolenze dei mercati finanziari.** Con l'insorgere della pandemia in

<sup>13</sup> La stima del VAR si ottiene sulla base di dati trimestrali, a partire dal primo trimestre del 1990 fino al secondo del 2021 per 16 variabili (inclusi sei aggregati di volumi di credito e prezzi) e individua 12 shock (inclusi sei shock dell'offerta e della domanda di credito). Gli shock sono individuati imponendo delle restrizioni di segno standard alle risposte delle variabili, nonché ai loro rapporti. Le restrizioni di segno impiegate per individuare uno shock di politica monetaria sono imposte a un tasso di riferimento ombra approssimato (derivante da una componente principale dei tassi ombra disponibili per l'area dell'euro); ciò implica che l'obiettivo di tale shock consiste nel rilevare turbative della politica monetaria sia convenzionale sia non convenzionale. Cfr. Adalid, R., Korobilis, D. e Musso, A., "Anatomy of Credit Cycles", mimeo, BCE, 2021.

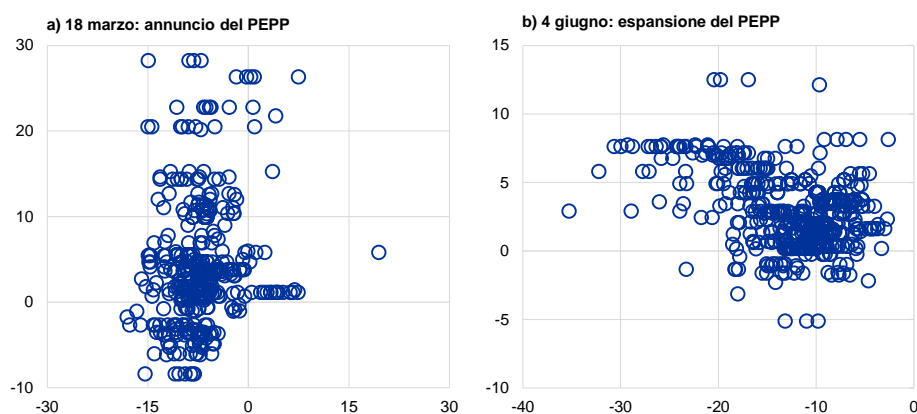
<sup>14</sup> Cfr. Holm-Hadulla, F. e Thürwächter, C., "Heterogeneity in corporate debt structures and the transmission of monetary policy", *European Economic Review*, vol. 136, luglio 2021.

Europa, alla fine di febbraio 2020, l'atteggiamento di avversione al rischio diffuso nei mercati finanziari ha innescato una brusca ondata di vendite nel mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, con i differenziali che sono quasi raddoppiati in circa due settimane. Il 18 marzo 2020 l'annuncio del PEPP ha rapidamente alleviato la pressione crescente sulle obbligazioni societarie, determinando altresì una ripresa dei corsi azionari (cfr. il grafico 6). Il ruolo svolto dal PEPP nel salvaguardare la trasmissione ha quindi rappresentato uno strumento per consentire ai mercati delle obbligazioni societarie di integrare il sostegno offerto dal prestito bancario alle imprese<sup>15</sup>. In seguito, tale effetto di stabilizzazione sul mercato è stato inoltre rafforzato da ulteriori modifiche alla politica monetaria, quali l'espansione del PEPP a giugno 2020<sup>16</sup>.

### Grafico 6

#### Differenziale sulle obbligazioni societarie e reazioni del mercato azionario a seguito degli annunci del PEPP

(asse delle ascisse: variazioni dei differenziali fra le obbligazioni di tipo investment grade e il tasso OIS (Overnight Index Swap) in punti base; asse delle ordinate: variazioni percentuali dei corsi azionari)



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

Note: grafici di dispersione delle variazioni giornaliere dei differenziali sulle obbligazioni di tipo investment grade e dei rendimenti azionari giornalieri delle società corrispondenti nelle date degli annunci di politica monetaria. Sono state considerate solo le obbligazioni ammissibili nell'ambito del programma di acquisto delle attività del settore societario.

- <sup>15</sup> Il PEPP ha svolto un ruolo di stabilizzazione del mercato anche contrastando i deflussi di fondi di investimento durante le prime fasi della crisi pandemica. I fondi di investimento appartengono ai principali detentori di titoli di debito societari e sono stati sottoposti a forti pressioni di vendita nel momento in cui, durante le iniziali turbolenze, i rimborsi hanno superato le disponibilità liquide. L'annuncio del PEPP ha successivamente comportato una stabilizzazione dei flussi dei fondi; cfr. *Financial Stability Review*, BCE, Francoforte sul Meno, 2020. Tali condizioni si ripercuotono altresì con evidenza più sistematica sulla correlazione tra l'orientamento accomodante della politica monetaria e i flussi dei fondi di investimento; cfr. Giuzio, M., Kaufmann, C., Ryan, E. e Cappiello, L., "Investment funds, risk-taking, and monetary policy in the euro area", *Working Paper Series*, n. 2605, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2021.
- <sup>16</sup> Oltre al ruolo di stabilizzazione dei mercati, l'impatto del PEPP sull'orientamento di politica monetaria ha svolto la sua funzione comprimendo i rendimenti obbligazionari di emittenti del settore pubblico e privato. In ultima analisi ciò ha sostenuto l'emissione di obbligazioni societarie. Ha altresì contribuito a fornire un ulteriore accomodamento in termini di politica monetaria, in una fase in cui non era possibile ridurre ulteriormente i tassi della BCE in quanto già prossimi al limite inferiore effettivo.

## 4 Implicazioni per la trasmissione degli shock

### **Il protratto riorientamento verso finanziamenti mediante ricorso al mercato potrebbe alterare la trasmissione delle principali forze macroeconomiche.**

In genere risulta più semplice adattare i prestiti bancari in seguito a variazioni inattese del panorama economico, mentre le obbligazioni societarie beneficiano di una base creditizia più diversificata e di scadenze più lunghe rispetto ai crediti concessi alle imprese dalle banche<sup>17</sup>. Tali differenze potrebbero influire sulla direzione, la forza e la velocità con cui gli strumenti di debito reagiscono agli shock economici. Tuttavia le prove empiriche per verificare la solidità di tale ipotesi sono scarse e sono quindi necessarie ulteriori analisi. Tra i numerosi shock che potrebbero colpire l'economia dell'area dell'euro in qualunque momento, due rivestono particolare rilevanza nelle attuali circostanze. Il primo consiste in uno shock positivo dal lato della domanda, che trae origine dall'aumento dell'attività di investimento delle imprese a seguito di una ripresa più veloce dalla pandemia. Il secondo è uno shock avverso dal lato dell'offerta aggregata, che potrebbe derivare, per esempio, da un'ulteriore intensificazione delle strozzature dell'offerta e della logistica a livello mondiale, nonché da oscillazioni nel mercato delle materie prime analoghe a quelle osservate dall'inizio della guerra in Ucraina.

### **Il finanziamento tramite obbligazioni societarie integra il credito bancario in caso di shock positivi legati agli investimenti delle imprese, mentre attutisce temporaneamente la contrazione del credito a seguito di shock avversi dal lato dell'offerta aggregata.**

Anche tale analisi si fonda sullo schema empirico alla base del grafico 5 e impiega restrizioni di segno per distinguere tra i vari tipi di shock. Si concentra su uno shock positivo dal lato della domanda originato da un aumento degli investimenti delle imprese e su uno shock avverso dal lato dell'offerta aggregata<sup>18</sup>. Le stime mostrano che sia l'offerta di credito da parte delle banche sia l'emissione di obbligazioni registrano un'espansione a seguito di shock positivi legati agli investimenti delle imprese, con effetti molto simili in termini di tempistica ed entità (cfr. il pannello a) del grafico 7). Per contro, gli shock negativi dell'offerta

<sup>17</sup> Ad esempio, la quota di prestiti alle imprese dell'area dell'euro con scadenza o tassi di interesse ricalcolati entro 12 mesi è superiore al 50 per cento, mentre per le obbligazioni societarie la quota con vita residua inferiore a un anno è pari a circa il 10 per cento; per ulteriori contributi sulle caratteristiche distintive dei prestiti rispetto agli strumenti di finanziamento obbligazionario, cfr. Crouzet, N., "Credit disintermediation and monetary policy", *IMF Economic Review*, Fondo monetario internazionale, vol. 69, n. 1, 2021, pagg. 1-67; De Fiore, F. e Uhlig, H., op. cit., pagg. 1571-1598. Per quanto concerne la base creditizia, il finanziamento obbligazionario potrebbe presentare delle differenze rispetto a i prestiti non soltanto a causa di un grado maggiore di diversificazione, bensì anche in termini di tipi diversi di istituzioni finanziarie che rappresentano il lato dell'offerta di tale mercato: l'offerta di credito alle imprese è stata ampliata mediante ricorso ai mercati obbligazionari principalmente da intermediari finanziari non bancari, mentre i prestiti alle imprese dell'area dell'euro sono forniti in via predominante da banche. Poiché la differenza principale tra istituzioni bancarie e non bancarie risiede nei modelli imprenditoriali, nelle strutture dei bilanci e nell'impianto normativo, la composizione dei creditori potrebbe rappresentare un ulteriore fattore di distinzione nella trasmissione degli shock ai mercati dei prestiti e delle obbligazioni; cfr., ad esempio, Cappiello, L., Holm-Hadulla, F., Maddaloni, A., Mayordomo, S., Unger, R. et al., "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities", *Occasional Paper Series*, n. 270, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2021.

<sup>18</sup> Si presume che gli shock dal lato dell'offerta aggregata generino reazioni opposte in termini di crescita del PIL reale e di inflazione, mentre gli shock della domanda legati agli investimenti delle imprese, se determinano espansione (contrazione) dovrebbero generare una reazione positiva (negativa) della crescita del PIL in termini reali, dell'inflazione, del tasso ombra e della crescita degli investimenti in termini reali, nonché una risposta maggiore della crescita degli investimenti in termini reali relativamente ad altri aggregati (quali gli investimenti residenziali, i consumi o la crescita dei prestiti alle SNF).

aggregata inizialmente innescano adeguamenti che portano i finanziamenti tramite prestiti e obbligazioni a compensarsi a vicenda: i primi mostrano segni immediati di contrazione, mentre l'emissione di obbligazioni registra un'espansione nei primi due trimestri successivi allo shock (cfr. il pannello b) del grafico 7)<sup>19</sup>. Questo effetto frenante del finanziamento tramite obbligazioni diventa insignificante dopo quell'orizzonte, ma anche l'adeguamento al ribasso che ne consegue è contenuto e, dal punto di vista statistico, uguale a zero. Di conseguenza, la contrazione complessiva nel credito è meno pronunciata in presenza di mercati obbligazionari come fonte di finanziamento alternativa rispetto a un contesto in cui le imprese fossero in grado di attingere esclusivamente ai prestiti bancari per finanziare il proprio indebitamento<sup>20</sup>. Secondo una possibile interpretazione di questi risultati, le imprese, a fronte di una ripresa più veloce generata dall'espansione degli investimenti, preferiscono diversificare le proprie fonti di finanziamento per nuovi progetti di investimento, ricorrendo così sia ai prestiti bancari sia all'emissione di obbligazioni. Per contro, in seguito a uno shock avverso dal lato dell'offerta, le banche limitano immediatamente le proprie fonti di nuovi prestiti a causa del peggioramento delle prospettive economiche, costringendo le imprese ad attingere principalmente nei mercati di capitali più vasti per accedere al finanziamento esterno<sup>21</sup>.

---

<sup>19</sup> Mentre l'analisi si concentra sui flussi di finanziamento al settore societario dell'area dell'euro nel suo complesso, l'incidenza degli shock aggregati su tipi diversi di imprese potrebbe presentare differenze significative. In particolare le piccole e medie imprese si trovano spesso a dover affrontare ostacoli nell'accesso ai mercati obbligazionari, ricorrendo così in misura significativa ai prestiti bancari per finanziare i propri debiti (cfr. il riquadro 1). È quindi probabile che il finanziamento obbligazionario abbia un effetto di attenuazione di cui però beneficerebbe soltanto un sottoinsieme del settore, rappresentato da imprese di maggiori dimensioni che hanno accesso a questo mercato.

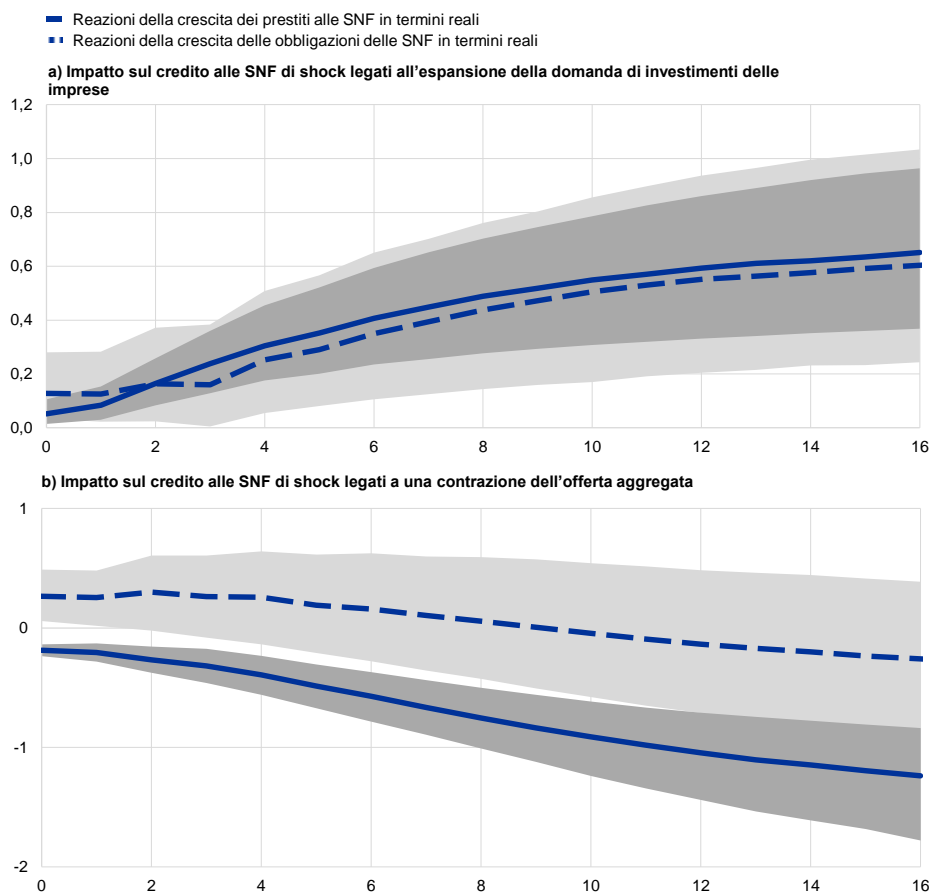
<sup>20</sup> Questo risultato si aggiunge alla letteratura precedente secondo cui le economie con una maggiore prevalenza di finanziamento obbligazionario e una sostituzione più attiva dei prestiti con le obbligazioni nel settore societario tendono a riprendersi più velocemente dalle fasi recessive; cfr. Grjebine, T., Szczerbowski, U. e Tripier, F., "Corporate debt structure and economic recoveries", *European Economic Review*, vol. 101, gennaio 2018, pagg. 77-100.

<sup>21</sup> Poiché il modello econometrico è simmetrico rispetto agli shock positivi e negativi, si giungerebbe alle medesime conclusioni anche se nell'analisi si considerasse un'espansione dell'offerta o una contrazione della domanda, piuttosto che la contrazione dell'offerta e l'espansione della domanda illustrate nel presente testo.

## Grafico 7

### Reazioni a shock macroeconomici in termini di flussi di prestiti alle SNF e di finanziamenti obbligazionari

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: mediana e intervallo di confidenza al 68 per cento)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le funzioni di risposta all'impulso (FRI) della crescita dei prestiti alle SNF in termini reali (mediana: linea continua; intervallo di confidenza al 68 per cento: area grigio scuro) e della crescita delle obbligazioni delle SNF in termini reali (mediana: linea tratteggiata; intervallo di confidenza al 68 per cento: area grigio chiaro) rispetto a uno shock legato a un'espansione dal lato della domanda di investimenti delle imprese (pannello a) e a uno shock legato a una contrazione dell'offerta aggregata (pannello b), sulla base di un modello BVAR su media scala che rileva shock multipli finanziari e reali con restrizioni di segno (cfr. Adalid, Korobilis e Musso, 2021). Gli intervalli di confidenza sono delimitati dal 16° e 84° percentile della distribuzione posteriore, come accade tipicamente in un'analisi di autoregressione vettoriale bayesiana.

### Infine, le strutture di finanziamento del debito modificano altresì la relativa efficacia dei diversi canali di trasmissione della politica monetaria.

Poiché i mercati di obbligazioni societarie offrono una fonte alternativa di finanziamento del debito, potrebbero contrapporsi alle variazioni dell'offerta di credito indotte dalla politica monetaria, derivanti dal canale di trasmissione dei prestiti bancari. Tuttavia, il finanziamento obbligazionario potrebbe essere più reattivo ad altri canali di trasmissione, ad esempio a causa dell'impatto della politica monetaria sui segmenti da medio a più lungo termine della curva dei rendimenti, dove avviene la maggior parte delle emissioni di obbligazioni societarie. Tale ipotesi è confermata dalle proiezioni locali basate su un campione di paesi dell'area dell'euro<sup>22</sup>. In paesi caratterizzati da un'elevata quota di finanziamento obbligazionario il settore

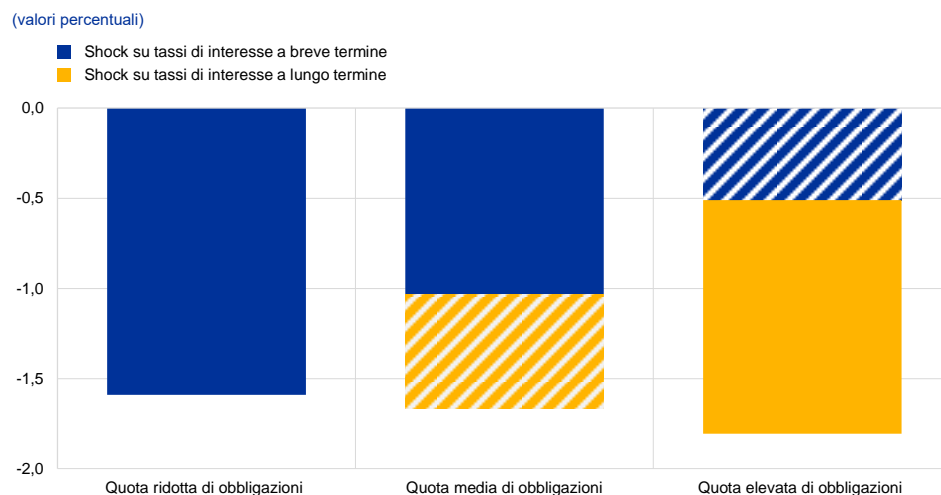
<sup>22</sup> L'analisi si basa su Holm-Hadulla, F. e Thürwächter, C., "Heterogeneity in corporate debt structures and the transmission of monetary policy", *European Economic Review*, vol. 136, luglio 2021.

societario reagisce a uno shock di politica monetaria convenzionale riorientando ulteriormente la propria struttura del debito verso le obbligazioni, la cui offerta (e quindi i costi) è meno reattiva agli shock rispetto a quella dei prestiti. In paesi caratterizzati da una quota media o meno elevata di finanziamento obbligazionario tale riorientamento non avviene, quindi anch'essi mostrano una trasmissione più rilevante all'economia reale di shock sui tassi a breve termine (cfr. il grafico 8). Le circostanze sono opposte in caso le misure di politica monetaria inducano aumenti dei tassi a lungo termine, cui fa seguito una relativa contrazione più forte del finanziamento obbligazionario, che alla fine si traduce in un maggiore impatto sul PIL<sup>23</sup>.

**Un pacchetto di misure di politica monetaria potrebbe quindi comportare effetti economici diversi in base alla parte dell'area dell'euro presa in considerazione.** Mentre alcune misure specifiche di politica monetaria tendono a intervenire simultaneamente su segmenti diversi della curva dei rendimenti, l'impatto delle variazioni dei tassi di riferimento (acquisti di attività) tende a concentrarsi sul segmento anteriore (posteriore) della curva dei rendimenti. Di conseguenza, variazioni dei tassi di riferimento (acquisti di attività) probabilmente eserciteranno effetti reali e finanziari maggiori nei paesi dell'area dell'euro con una quota ridotta (elevata) di finanziamento obbligazionario.

### Grafico 8

Reazione del PIL rispetto a shock legati a misure restrittive di politica monetaria sui tassi a lungo e breve termine



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra gli effetti massimi di shock legati a misure restrittive di politica monetaria, identificati tramite una variazione ad alta frequenza dei tassi di interesse, in un modello panel di proiezioni locali che impiega dati mensili relativi a paesi dell'area dell'euro. Gli impatti sono calibrati in base a un aumento dei tassi pari a 25 punti base. Gli shock dei tassi a breve (lungo) termine si riferiscono a variazioni improvvise del tasso OIS a un mese (rendimento del Bund a cinque anni). L'attività economica è misurata con variazioni pari a 100 volte (PIL). Una quota ridotta (elevata) di obbligazioni fa riferimento al quintile inferiore (superiore) della distribuzione tra paesi della quota di obbligazioni e la media fa riferimento alla mediana. Le rispettive quote di obbligazioni sono 9,3 per cento (29,0) per il quintile inferiore (superiore) e 20,3 per la mediana. Le porzioni a righe degli istogrammi indicano stime la cui precisione è al di sotto dei livelli di significatività convenzionali.

<sup>23</sup> Questi risultati si aggiungono all'ampia letteratura sugli effetti della politica monetaria, e in particolare del programma di acquisto delle attività del settore societario della BCE, sui mercati di obbligazioni societarie dell'area dell'euro; cfr., ad esempio, De Santis, R. e Zaghini, A., op. cit.; Grosse-Rueschkamp, B. et al., op. cit.; Arce, O., Mayordomo, S. e Gimeno, R., op. cit.

## Riquadro 2

### Finanziamento mediante ricorso al mercato per le società: la domanda e l'offerta di credito

---

a cura di Margherita Giuzio e Francesca Lenoci

L'aumento nell'emissione di obbligazioni da parte delle società dell'area dell'euro illustrato nella sezione 1 è stato determinato da fattori sia dal lato della domanda sia dal lato dell'offerta. Da un lato, la domanda di credito mediante ricorso al mercato da parte delle imprese ha ricevuto stimolo dalla diminuzione del costo del debito basato sul mercato rispetto ai tassi sui prestiti, dagli acquisti di attività da parte della BCE e dal suo programma di acquisto delle attività del settore societario, nonché dall'esigenza di diversificare le fonti di finanziamento in seguito alla crisi finanziaria globale<sup>24</sup>. Dall'altro lato, l'ascesa degli operatori non bancari, che detengono il 50 per cento del totale delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro, ha determinato un aumento dell'offerta di credito da parte del mercato, incentivando ulteriormente le imprese a emettere obbligazioni. Nel contempo, la normativa bancaria più severa ha frenato l'offerta di credito da parte delle banche, soprattutto verso le imprese più rischiose<sup>25</sup>.

Poiché prestiti e obbligazioni non sono perfetti sostituti, gli incentivi alle imprese a ricorrere al finanziamento obbligazionario variano in base alle caratteristiche dei bilanci, alla struttura dei mercati di capitali e al costo di fonti alternative di finanziamento<sup>26</sup>. Evidenze empiriche relative al periodo compreso tra gli anni 2014 e 2019 e basate su un campione di grandi società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro mostrano che l'emissione di obbligazioni avviene da parte di SNF caratterizzate in media da maggiori dimensioni, leva finanziaria più elevata e una relazione creditizia con un maggior numero di banche (cfr. il grafico A). Inoltre è più probabile che le imprese facciano ricorso al mercato se in passato hanno già emesso obbligazioni, se la media delle garanzie fornite da chi sottoscrive all'emissione è più elevata e se l'offerta di credito dalle banche connesse è inferiore. L'emissione di obbligazioni è inoltre più probabile in caso di aumento del costo dei prestiti specifico dell'impresa rispetto al finanziamento obbligazionario.

---

<sup>24</sup> Cfr. Grosse-Rueschkamp, B. et al., op. cit.; Todorov, K., op. cit.; e De Santis, R. e Zaghini, A., op. cit.

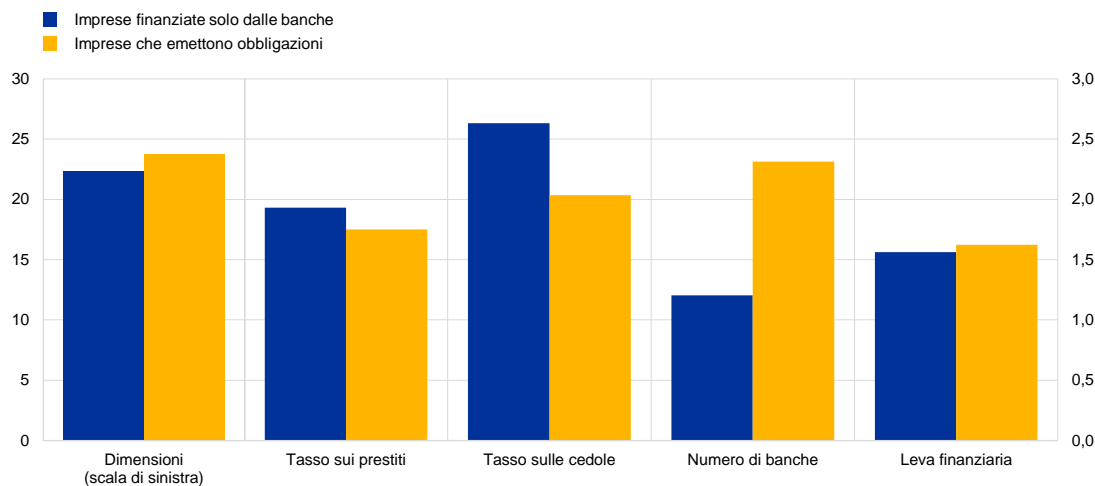
<sup>25</sup> Cfr. Becker, B. e Ivashina, V., op. cit.; e Altavilla et al., op. cit.

<sup>26</sup> Cfr. Crouzet, N., op. cit.

## Grafico A

### Differenze tra SNF che emettono obbligazioni ed SNF finanziate solo dalle banche

(scala di sinistra: 4° trim. 2014 - 3° trim. 2019, volume del totale degli attivi; scala di destra: valori percentuali)



Fonti: base dati sulle Grandi esposizioni, IMIR, Dealogic, Orbis ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra le differenze in termini di dimensioni, tassi sui prestiti, tassi sulle cedole, numero di banche connesse e leva finanziaria tra imprese (confrontabili) che emettono obbligazioni e che non ne emettono. Per dimensioni si intende il volume del totale degli attivi. Per tasso sui prestiti si intende il tasso medio a livello di banca per prestiti con una data scadenza e un dato importo. Per tasso sulle cedole si intende il tasso annualizzato per le imprese emittenti, mentre per quelle non emittenti si intende il tasso medio sulle cedole di imprese con sede nello stesso paese e con lo stesso merito creditizio. Per leva finanziaria si intende il rapporto tra il capitale di debito e quello azionario dell'impresa, diviso per 100.

Mettendo a confronto delle imprese con probabilità simili di emettere obbligazioni mediante l'impiego del metodo del propensity score si evince che il costo del credito non rappresenta l'unico fattore alla base dell'emissione di obbligazioni<sup>27</sup>. Un aumento dell'offerta di mercato, misurato dalla quota media di emissioni garantite dai soggetti che le sottoscrivono, stimola l'emissione, soprattutto da parte di imprese con scarsa probabilità di emettere obbligazioni ex ante. Per contro, se si verifica una riduzione dell'offerta di credito da parte delle banche, le imprese con alta probabilità di emissione di obbligazioni tendono a sostituire i prestiti bancari ricorrendo a finanziamenti tramite mercato. Quando invece l'offerta di credito da parte delle banche aumenta, le imprese si avvalgono di entrambe le fonti di finanziamento.

Il maggior volume di credito offerto dal mercato, in particolare da operatori non bancari, ha effetti positivi sulla crescita economica, in quanto facilita l'allocazione efficiente di capitale e fornisce alle imprese una fonte di credito alternativa per finanziare nuovi investimenti<sup>28</sup>. Potrebbe tuttavia introdurre anche nuove cause di volatilità del ciclo economico e contribuire a un incremento della leva finanziaria delle società, esacerbando pertanto le vulnerabilità delle imprese che presentano un alto grado di indebitamento. Mentre la regolamentazione bancaria intende mettere un freno all'eccessiva offerta di credito, in ambito non bancario non esiste un analogo meccanismo di assorbimento degli shock. È pertanto cruciale valutare se l'emissione di obbligazioni si aggiunga al credito bancario in modo da incrementare la leva finanziaria delle imprese o se invece essa rappresenti un sostituto dei prestiti bancari.

<sup>27</sup> Cfr. Cappiello, L., Giuzio, M. e Lenoci, F., "Market-based finance for corporations: demand and supply of credit", mimeo, giugno 2022.

<sup>28</sup> Cfr., ad esempio, Gambacorta, L., Yang, J. e Tsatsaronis, K., "Financial structure and growth", *BIS Quarterly Review*, marzo 2014, pagg. 21-35; Langfield, S. e Pagano, M., "Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth", *Economic Policy*, vol. 31, n. 85, gennaio 2016, pagg. 51-106.

Prendendo in considerazione un campione di imprese dell'area dell'euro che hanno emesso obbligazioni nel periodo compreso tra il primo trimestre del 2014 e il terzo trimestre del 2019, l'evidenza empirica suggerisce che l'emissione di obbligazioni abbia sostituito il finanziamento tramite ricorso alle banche. Con una stima dell'effetto congiunto dell'emissione di obbligazioni sulle dimensioni, il grado di leva finanziaria e la struttura di finanziamento delle imprese, è possibile stabilire se le due fonti di finanziamento siano complementari o si sostituiscano a vicenda. Se si verifica un aumento collettivo di dimensioni e leva finanziaria delle imprese e una contemporanea riduzione del finanziamento tramite prestiti rispetto al debito totale dopo l'emissione di obbligazioni, ciò risulta in un aumento dei bilanci, quindi le due fonti sono complementari. Viceversa, se dimensioni e leva finanziaria delle imprese restano invariate e la struttura di finanziamento si orienta verso il finanziamento tramite obbligazioni, allora quest'ultima fonte ha sostituito il credito bancario. I risultati della regressione illustrati nella tavola A mostrano che l'emissione di obbligazioni non ha modificato le dimensioni e la leva finanziaria delle imprese, ma ha sostituito il finanziamento tramite ricorso alle banche<sup>29</sup>. L'orientamento verso il finanziamento basato sul mercato non presenta tuttavia caratteristiche omogenee in paesi e imprese di dimensioni differenti. Ciò potrebbe influenzare la trasmissione della politica monetaria in termini di costi e volumi di finanziamento, con implicazioni per la stabilità bancaria connesse alla frammentazione del mercato nell'offerta di credito.

#### Tavola A

Stima dell'impatto di nuovi crediti sulle attività, la leva finanziaria e la struttura di finanziamento delle imprese

(4° trim. 2014 - 3° trim. 2019, stime dei coefficienti)

	$\Delta TA_{f,t}$	$\Delta Leva_{f,t}$	$\Delta Struttura\ di\ finanziamento_{f,t}$
Variazione delle obbligazioni $\Delta B_{f,t}$	-0,03	-0,05	-0,07***
Variazione dei prestiti $\Delta L_{f,t}$	-0,01	-0,02	0,14**

Fonti: base dati sulle Grandi esposizioni, IMIR, Dealogic, Orbis ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: la tavola include la stima del coefficiente ottenuta con un modello di dati panel dinamico utilizzando uno stimatore di Arellano e Bond in cui la variazione del totale degli attivi, della leva finanziaria e della struttura di finanziamento nei due trimestri successivi è sottoposta a regressione rispetto alla variazione di obbligazioni e prestiti.  $\Delta TA$ ,  $\Delta Leva$  e  $\Delta Struttura\ di\ finanziamento$  indicano rispettivamente le variazioni di totale degli attivi, leva finanziaria (misurata dal rapporto tra debito e totale degli attivi) e struttura di finanziamento (misurata dalla quota dei prestiti bancari rispetto al debito totale) delle imprese nel logaritmo, dopo l'emissione di obbligazioni. L'insieme di variabili di controllo include le dimensioni delle imprese a  $t-1$ , la variazione del capitale azionario, la variazione delle disponibilità liquide, la redditività delle imprese a  $t-1$ , misurata come utile al lordo di interessi passivi, imposte e ammortamenti, e gli effetti fissi paese\*tempo.

## 5 Osservazioni conclusive

**Nel presente articolo si è condotta un'analisi dell'evoluzione delle strutture di finanziamento delle imprese dell'area dell'euro e le implicazioni per la trasmissione di shock macroeconomici.** La quota di obbligazioni rispetto al debito delle società dell'area dell'euro è aumentata, soprattutto dalla crisi finanziaria globale, e tale tendenza si è mantenuta durante l'attuale crisi legata alla pandemia. Tuttavia, le ragioni che spingono le imprese a ricorrere ai mercati obbligazionari presentano delle differenze tra le due crisi. Durante la crisi finanziaria globale le imprese ricorrevano ai mercati obbligazionari in sostituzione dell'offerta di prestiti, in calo. Tuttavia, durante la crisi legata alla pandemia tale comportamento è stato

<sup>29</sup> La relazione di tipo sostitutivo tra prestiti e obbligazioni nel periodo considerato nella presente analisi rispecchia quindi maggiormente quanto osservato durante la crisi finanziaria globale, in contrapposizione alla relazione di tipo complementare che ha caratterizzato la pandemia, iniziata dopo la fine del periodo in esame.

motivato dai costi relativamente favorevoli del finanziamento obbligazionario, in un contesto in cui la politica monetaria ha offerto sostegno anche tramite misure mirate direttamente alla promozione dell'offerta di credito mediante il ricorso ai mercati obbligazionari da parte delle imprese. Di conseguenza, gli effetti della politica monetaria, insieme ad alcuni fattori strutturali a lungo termine, hanno determinato un aumento del ricorso ai mercati obbligazionari da parte delle imprese. Tra i fattori citati figura, ad esempio, una presenza più incisiva degli intermediari finanziari non bancari, che forniscono la quota maggiore di credito in questo mercato<sup>30</sup>. Un altro fattore è rappresentato dal rafforzamento del contesto prudenziale in cui operano le banche, che influisce sulle condizioni del mercato dei prestiti<sup>31</sup>.

### **L'aumento osservato nel finanziamento obbligazionario ha conseguenze significative per la trasmissione di shock all'economia dell'area dell'euro.**

Sulla base di un'analisi empirica di dati aggregati, il presente articolo ha messo in luce la pluralità di reazioni a specifici shock macroeconomici da parte di diversi strumenti di finanziamento del debito: mentre l'accelerazione della domanda di investimenti delle imprese determina degli adeguamenti con caratteristiche qualitative simili sia nei volumi delle obbligazioni sia dei prestiti, l'emissione di obbligazioni attenua lievemente la contrazione del credito in seguito a shock avversi dell'offerta. Inoltre, una quota più elevata di finanziamento obbligazionario rafforza la trasmissione delle misure di politica monetaria che agiscono principalmente mediante rendimenti a più lungo termine, mentre le variazioni dei tassi a breve termine tendono a esercitare effetti reali più forti in economie caratterizzate da una maggiore dipendenza dai prestiti.

**C'è un margine considerevole per analizzare ulteriormente i meccanismi sottostanti tali fatti macroeconomici stilizzati.** La letteratura relativa alle strutture di finanziamento delle imprese e alla trasmissione degli shock è ancora agli albori, in particolare per l'area dell'euro. Al fine di acquisire ulteriori informazioni in merito agli argomenti trattati nel presente articolo, sembrano essere particolarmente promettenti analisi complementari che si basino su dati a livello di singola impresa e che stabiliscano delle relazioni tra offerta e domanda dei mercati creditizi e obbligazionari delle aziende.

**La variazione delle strutture di finanziamento delle imprese potrebbe anche avere implicazioni di portata più vasta per il vigore e la capacità di tenuta del settore societario dell'area dell'euro.** Poiché tale settore si è in parte emancipato dai prestiti bancari, potrebbe acquisire capacità di tenuta nei confronti delle crisi che si concentrano nel settore bancario. Oltre a questo beneficio a livello aggregato, l'incidenza di tali crisi diviene inoltre meno eterogenea nella misura in cui un numero maggiore di piccole e medie imprese rinuncia al ricorso esclusivo ai prestiti bancari conquistandosi invece l'accesso ai mercati obbligazionari per ammortizzare.

<sup>30</sup> Sebbene gli acquisti di obbligazioni rappresentino il canale principale attraverso cui gli operatori non bancari forniscono credito al settore societario, alcune giurisdizioni hanno anche registrato un aumento di prestiti non bancari alle imprese; cfr., ad esempio, il caso irlandese documentato in Heffernan, T., McCarthy, B., McElligott, R. e Scollard, C., "The role of non-bank lenders in financing Irish SMEs: Behind the Data", Central Bank of Ireland, Dublino, aprile 2021.

<sup>31</sup> Cfr., ad esempio, Altavilla, C., Laeven, L. e Peydró, J.-L., "Monetary and macroprudential policy complementarities: evidence from European credit registers", Working Paper Series, n. 2504, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2020.

Ciononostante, questo effetto benefico di diversificazione potrebbe essere controbilanciato da altri rischi e fattori che causano volatilità lungo il ciclo economico. In particolare, sono soprattutto gli intermediari finanziari non bancari a fornire credito alle imprese tramite i mercati obbligazionari. Le vulnerabilità e gli shock di tipo strutturale che ne mettono a rischio la capacità di erogare credito possono avere un impatto negativo sui costi di finanziamento delle SNF. Inoltre, poiché alcuni settori degli intermediari non bancari sono soggetti a sistemi di riferimento regolamentari e prudenziali meno severi, tali soggetti potrebbero avere meno restrizioni nell'assumere comportamenti eccessivamente rischiosi. Oltre ai conseguenti rischi per la capacità di tenuta finanziaria e un'errata allocazione di capitale, negli ultimi decenni le imprese che presentano un grado più elevato di leva finanziaria hanno iniziato ad accedere in misura crescente ai mercati obbligazionari dell'area dell'euro. In tale contesto, è opportuno rafforzare il sistema di riferimento normativo degli operatori non bancari, anche con una prospettiva macroprudenziale, al fine di sostenere la stabilità finanziaria e la regolare trasmissione della politica monetaria.

### 3 Il completamento della transizione al nuovo tasso di riferimento a breve termine in euro (€STR)

a cura di Javier Huerga, Antonio Matas, Anne-Lise Nguyen, Pascal Nicoloso e Vladimir Tsonchev

#### 1 Introduzione

**L'€STR (euro short-term rate), il tasso a breve termine pubblicato dalla BCE da ottobre 2019, è il tasso di interesse di riferimento overnight per l'area dell'euro.**

L'€STR rappresenta il tasso medio al quale le banche prendono a prestito depositi overnight (con scadenza a un giorno) da altre istituzioni finanziarie, comprese quelle non bancarie, su base non garantita, cioè senza dover fornire garanzie. Il tasso è pubblicato ogni giornata operativa del sistema Target2 sulla base delle transazioni condotte e regolate nella giornata operativa antecedente<sup>1</sup>.

**Tassi di riferimento come l'€STR sono benchmark utili per molti contratti finanziari, in quanto pubblicamente disponibili, pubblicati regolarmente da un'istituzione indipendente e basati su una metodologia trasparente che riflette gli andamenti del mercato in modo equo e obiettivo.** I benchmark sono utilizzati per determinare gli interessi dovuti su prestiti, depositi e altre forme di debito, come anche i pagamenti legati a prodotti più complessi quali opzioni, contratti a termine e swap. Essi sono inoltre determinanti ai fini della valutazione delle attività finanziarie. Tassi di riferimento affidabili contribuiscono a conferire certezza legale ai contratti finanziari e riducono il rischio che una delle parti possa tentare di influenzare a proprio favore un tasso concordato. Per questo motivo, sono ampiamente utilizzati da organizzazioni e singoli in tutto il sistema economico<sup>2</sup>.

**Dato il loro ruolo nei mercati finanziari, i tassi di riferimento sono una componente importante nelle fasi iniziali del processo di trasmissione della politica monetaria.** Per monitorare la trasmissione degli impulsi di politica monetaria, infatti, è fondamentale avere un'indicazione accurata degli effetti delle variazioni dell'orientamento di politica monetaria sulle condizioni della provvista bancaria. Tassi di riferimento affidabili sono altresì necessari ai fini di un ordinato funzionamento dei mercati monetari e quindi della stabilità finanziaria.

**L'adozione dell'€STR rientrava in un progetto di riforma mondiale dei tassi di riferimento.** Tale riforma è stata avviata per far fronte alla vulnerabilità di alcuni benchmark, suscettibili di potenziali manipolazioni nel caso in cui i volumi scambiati nei mercati che tali benchmark avrebbero dovuto rappresentare si fossero ridotti

<sup>1</sup> Target2 è il sistema di regolamento lordo in tempo reale gestito dall'Eurosistema, che ne è proprietario, grazie al quale vengono regolati i pagamenti relativi alle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema, nonché le transazioni interbancarie e commerciali (cfr. la pagina [What is TARGET2?](#) sul sito Internet della BCE). Ai fini del presente articolo, per giornata operativa di Target2 si intende una giornata in cui opera Target2.

<sup>2</sup> Cfr. [What are benchmark rates, why are important and why are reform?](#), BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2019.

(cfr. il riquadro 1). La sostituzione del tasso overnight in euro, l'Eonia, è avvenuta in questo contesto.<sup>3</sup>

**A seguito di una transizione accuratamente pianificata, l'€STR ha sostituito con successo l'Eonia, non più utilizzato dal 3 gennaio 2022, come tasso di riferimento overnight in euro.** Il processo di transizione ha richiesto diversi anni ed è stato diretto da un gruppo di lavoro del settore privato sui tassi privi di rischio in euro (working group on euro risk-free rates, WG RFR)<sup>4</sup>.

Il passaggio al nuovo benchmark da parte degli utenti è avvenuto con successo entro le scadenze previste<sup>5</sup>.

## 2 L'€STR come nuovo benchmark per l'area dell'euro

**Nel 2017, in risposta alle incertezze sulla sostenibilità economica dell'Eonia e sul possibile impatto della sua dismissione, la BCE ha deciso di iniziare a lavorare a un proprio tasso di interesse di riferimento, l'€STR.** L'Eonia era un tasso sui prestiti overnight basato sulle transazioni, ma non era conforme ai nuovi standard stabiliti dal regolamento dell'UE sugli indici di riferimento<sup>6</sup>, non da ultimo per via della mancanza di operazioni sottostanti e dell'elevata concentrazione dei contributi forniti dagli intermediari. L'assenza di tassi alternativi all'Eonia avrebbe potuto determinare gravi turbative di mercato, poiché a esso erano legati OIS dagli importi nozionali di migliaia di miliardi di euro. L'Eonia era utilizzato anche come tasso di sconto nella valutazione dei derivati e di altre attività, come tasso variabile in operazioni di debito a breve termine e di pronti contro termine, e come tasso di remunerazione di diversi tipi di depositi e operazioni garantite. L'obiettivo originario della BCE con la costruzione dell'€STR era quello di fornire una soluzione alternativa in caso di cessazione dell'Eonia.

A seguito degli scandali legati alla manipolazione del tasso Libor, sono state coordinate alcune iniziative a livello mondiale volte a riformare i tassi di riferimento (cfr. il riquadro 1)<sup>7</sup>. Le autorità pubbliche hanno fornito chiare indicazioni per ridurre il ricorso ai tassi di tipo IBOR, ossia ai benchmark interbancari non garantiti basati su contributi di panel di banche. Esse hanno piuttosto promosso l'utilizzo di tassi pressoché privi di rischio, cioè di indici di riferimento overnight basati sulle operazioni

<sup>3</sup> L'Eonia (euro overnight index average) era un tasso di prestito amministrato da un soggetto privato, lo European Money Markets Institute (EMMI), basato sulle transazioni effettuate e sui contributi volontari di alcuni intermediari.

<sup>4</sup> Cfr. il sito Internet dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) per maggiori informazioni sul [WG RFR](#), un gruppo di settore creato per individuare e segnalare tassi privi di rischio che potrebbero fungere da alternative all'Eonia e da sostituti dei benchmark Euribor.

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro [Addio Eonia, benvenuto €STR!](#) nel numero 7/2019 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2016, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento e recante modifica delle Direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del Regolamento (UE) n. 596/2014 (GU L 171 del 29.6.2016, pag. 1).

<sup>7</sup> Il tasso Libor (London Interbank Offered Rate) era stato concepito in modo da costruire un tasso medio rappresentativo dei tassi ai quali le principali banche di grandi dimensioni, attive a livello internazionale e aventi accesso al mercato della raccolta non garantita all'ingrosso, potevano finanziarsi in tale mercato, in particolare valute e per determinate scadenze. A breve cesserà di essere utilizzato.

di mercato. Tali tassi beneficiano di una maggiore liquidità di mercato, sono ancorati alle operazioni effettivamente realizzate e pertanto non integrano un giudizio da parte degli esperti, necessario invece per molti tassi di tipo IBOR. Per questo motivo era importante far sì che l'area dell'euro disponesse di un tasso pressoché privo di rischio solido e affidabile.

**Nel mettere a punto l'€STR, la BCE ha dovuto affrontare diverse questioni importanti per costruire un tasso di riferimento credibile e rappresentativo del costo della liquidità, evitando al tempo stesso che esso presentasse le criticità dell'Eonia.** In particolare, era importante considerare: a) le informazioni utilizzate per il calcolo del tasso giornaliero, in particolare per evitare le insidie derivanti da segnalazioni fornite da un panel di circa 20 banche che contribuissero su base volontaria; b) il calo dell'attività nel mercato interbancario non garantito<sup>8</sup>, per cui appariva opportuna una copertura più ampia per ancorare il tasso a un mercato sufficientemente liquido; c) come coinvolgere il pubblico nella progettazione del tasso per renderlo affidabile e comprensibile, migliorandone l'accettazione da parte dei futuri utenti.

**La BCE già raccoglieva dati statistici giornalieri granulari e tempestivi concernenti l'attività di alcune banche dell'area dell'euro in quattro segmenti del mercato monetario: quello garantito, quello non garantito, quello degli swap in valuta e quello degli OIS.** Tali dati erano già a disposizione della BCE, poiché non erano stati raccolti unicamente al fine di calcolare un tasso di riferimento, ma in quanto necessari all'assolvimento dei compiti del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), in particolare l'attuazione della politica monetaria. La loro qualità e tempestività è stata quindi considerata sufficiente per la costruzione di un tasso di riferimento su base giornaliera. Le segnalazioni sono state agevolate dall'obbligo giuridico di fornire dati alla BCE, previsto dal regolamento sulle statistiche sui mercati monetari (Money Market Statistical Regulation, MMSR)<sup>9</sup> a carico delle banche facenti parte del panel, obbligo che ha avviato alla necessità di ricorrere a contributi volontari.

**Al fine di identificare un'attività di mercato sufficiente per sostenere la definizione dell'€STR e ovviare alla mancanza di dati sottostanti rappresentativi che avrebbe portato alla cessazione dell'Eonia, la BCE ha inizialmente tenuto conto del segmento garantito e di quello non garantito.** Il segmento garantito è di gran lunga il mercato più liquido, poiché gli strumenti pronti contro termine hanno acquisito grande importanza dopo la crisi finanziaria, a scapito del mercato monetario non garantito. Inoltre, il mercato garantito ha fornito la base per il calcolo dei tassi privi di rischio in altre giurisdizioni, come il SOFR negli Stati Uniti<sup>10</sup>. Tuttavia, a causa di alcune importanti caratteristiche dell'area dell'euro, un benchmark che riflettesse il mercato garantito non fornirebbe sempre una chiara

<sup>8</sup> Per mercato interbancario si intendono le operazioni svolte tra banche; per mercato non garantito si intendono transazioni quali depositi vincolati e non, titoli di debito a breve termine a tasso fisso o variabile con scadenza non superiore a un anno.

<sup>9</sup> Regolamento (UE) n. 1333/2014 della Banca centrale europea, del 26 novembre 2014, relativo alle statistiche sui mercati monetari (BCE/2014/48) (GU L 359 del 16.12.2014, pag. 97).

<sup>10</sup> Il SOFR (Secured Overnight Financing Rate, tasso di finanziamento overnight garantito) fornisce una misura indicativa del costo di indebitamento overnight in contanti a fronte di titoli del Tesoro ed è pubblicato ogni giorno dalla Federal Reserve Bank di New York.

indicazione del costo della liquidità. Fra tali caratteristiche figurano: a) la varietà di titoli di Stato stanziati a garanzia delle operazioni pronti contro termine; b) il fatto che tali titoli abbiano spesso rendimenti differenti e presentino condizioni di liquidità variabili; c) l'impatto significativo che le date di segnalazione contabile (ad esempio fine trimestre) hanno sui tassi delle operazioni pronti contro termine. Pertanto, questi ultimi sono determinati dal costo delle garanzie quanto dai costi di liquidità. Ciò avrebbe reso un benchmark così costruito particolarmente difficile da interpretare nell'area dell'euro. Inoltre, poiché lo scopo della creazione dell'€STR era quello di sostituire l'Eonia, cioè un indice di riferimento non garantito, dal punto di vista dell'utente è stato ritenuto più logico passare a un benchmark che riflettesse esclusivamente il costo della liquidità e non includesse il costo delle garanzie. Per questi motivi, la BCE ha infine deciso di prendere come riferimento il mercato non garantito.

### **La BCE ha pubblicato la metodologia di riferimento dopo due consultazioni pubbliche e prima dell'introduzione dell'€STR, avvenuta nell'ottobre del 2019.**

Per assicurarne l'allineamento alle esigenze dei potenziali utenti, la BCE ha raccolto opinioni sui principali parametri di progettazione dell'indice. La prima consultazione è stata incentrata su aspetti più generali, come l'ambito di applicazione, mentre la seconda è stata dedicata a elementi metodologici più dettagliati. Nella fase che ha preceduto l'avvio ufficiale del benchmark, la BCE ha pubblicato anche le serie storiche pre-€STR per consentire agli operatori di mercato e ai potenziali utenti di acquisire familiarità con il tasso prima della sua adozione. Gli operatori di mercato hanno manifestato grande apprezzamento per le proposte oggetto della consultazione. Dato l'ampio consenso a favore di un nuovo tasso overnight amministrato dalla BCE, quest'ultima ha quindi iniziato a pubblicare l'€STR nell'ottobre del 2019.

## **3 Il processo di determinazione dell'€STR**

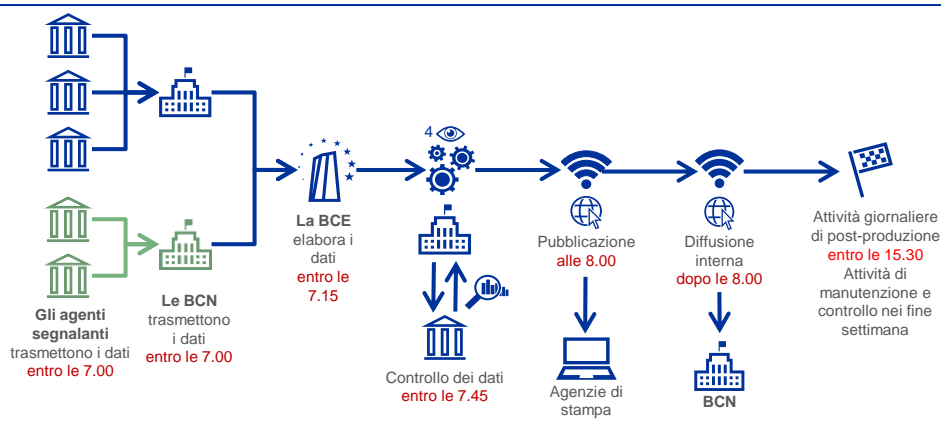
**L'€STR viene determinato in ogni giornata operativa del sistema Target2: alle ore 8.00 dell'Europa centrale vengono pubblicati il tasso e alcune informazioni complementari.** Il processo ha inizio presso i soggetti segnalanti, ossia le 47 banche che attualmente costituiscono il panel di riferimento, come previsto dal regolamento relativo alle statistiche sui mercati monetari (money markets statistics regulation, MMSR)<sup>11</sup>, in virtù del quale i dati sulle operazioni del mercato monetario vengono segnalati giornalmente in formato standardizzato. Le banche segnalanti compilano i dati sulle singole operazioni e li trasmettono alla banca centrale nazionale (BCN), che gestisce una piattaforma di raccolta locale, o a una piattaforma di raccolta centralizzata della BCE<sup>12</sup>. Le piattaforme di raccolta ricevono le informazioni ed effettuano controlli automatici iniziali sul loro formato e contenuto. Le

<sup>11</sup> Regolamento BCE/2014/48; sul [sito Internet della BCE](#) sono disponibili le istruzioni per le segnalazioni e altre indicazioni metodologiche e operative.

<sup>12</sup> Attualmente le banche segnalanti di Germania, Spagna, Francia e Italia trasmettono i dati alle piattaforme di raccolta locali gestite dalle rispettive BCN, mentre quelle di Belgio, Irlanda, Grecia, Paesi Bassi, Austria e Finlandia trasmettono i dati alla piattaforma di raccolta centralizzata della BCE. Le BCN sono coinvolte nei controlli sui dati, che fanno parte del processo di determinazione giornaliero.

BCN e la BCE interagiscono con i soggetti segnalanti riguardo a ogni questione tecnica che possa incidere sulla completezza e tempestività dei dati, i quali vengono poi trasmessi alla BCE, che li elabora, vi aggiunge la classificazione per settore economico delle controparti e filtra le operazioni non idonee in base alla metodologia €STR. La Banca centrale effettua quindi controlli di attendibilità su questo sottoinsieme di dati e le operazioni identificate come atipiche sono ulteriormente verificate con gli agenti segnalanti dell'Eurosistema. L'€STR e le relative informazioni sono poi calcolati automaticamente e pubblicati, dopo un ultimo controllo, alle ore 8.00. Se in seguito alla pubblicazione vengono rilevati errori con un impatto superiore a due punti base, la BCE rivedrà e pubblicherà nuovamente l'€STR alle ore 9.00, sebbene tale evento non si sia mai verificato fino al momento in cui è stato redatto il presente articolo. Dopo tale orario il tasso non subisce altre modifiche e alle ore 9.15 vengono pubblicati i tassi medi composti (C-€STR) e l'indice dell'€STR<sup>13</sup>. Infine, la BCE svolge una serie di attività di post-produzione per prepararsi alla successiva giornata di pubblicazione ed esaminare la qualità dei dati. Di concerto con le BCN, la BCE collabora con i soggetti segnalanti, laddove necessario, per verificare la correttezza dei dati trasmessi e risolvere eventuali problemi qualitativi al fine di evitare ripercussioni sulle elaborazioni future.

**Figura 1**  
Rappresentazione grafica del processo di determinazione dell'€STR



**Alla solidità del processo di determinazione dell'€STR contribuiscono l'utilizzo di dati MMSR e procedure in larga misura automatizzate, che consentono di evitare il ricorso a giudizi e indicazioni forniti da esperti, secondo quanto previsto dai principi IOSCO per i benchmark finanziari<sup>14</sup>. L'€STR è calcolato automaticamente utilizzando dati statistici preesistenti relativi alle operazioni**

<sup>13</sup> Cfr. la sezione 3.

<sup>14</sup> I principi IOSCO definiscono il giudizio degli esperti come "l'esercizio della discrezionalità da parte di un amministratore o di un soggetto segnalante in relazione all'utilizzo di dati per la determinazione di un indice di riferimento", come nel caso dell' "estrazione di valori da operazioni precedenti o correlate, della correzione dei valori per fattori che potrebbero influenzare la qualità di dati, quali eventi di mercato o il deterioramento della qualità creditizia di un acquirente o di un venditore, o nel caso della valutazione di offerte varie di entità superiore a una determinata operazione conclusa". Per indicazioni si intendono "prezzi, stime, valori, tassi o altre informazioni fornite da un soggetto segnalante a un amministratore ai fini della determinazione di un indice di riferimento" (traduzioni non ufficiali). Cfr. al riguardo *Principles for Financial Benchmarks — Final Report*, The Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), luglio 2013.

effettivamente svolte dai soggetti segnalanti ai sensi del regolamento MMSR. I valori non sono oggetto di estrapolazioni o aggiustamenti. I dati di supporto sono ottenuti in virtù dei poteri della BCE di raccogliere dati statistici, fattore che garantisce continuità, sia nella raccolta che nella determinazione del tasso stesso<sup>15</sup>. Come indicato dai principi IOSCO, ciò evita anche l'eventualità che i dati trasmessi siano utilizzati esclusivamente ai fini della compilazione di un indice di riferimento, una prassi che può generare ulteriori vulnerabilità quali conflitti di interesse e incentivi alla manipolazione. Il regolamento MMSR stabilisce requisiti minimi per la trasmissione, l'accuratezza, la conformità concettuale, le revisioni e l'integrità dei dati. La conformità è regolarmente monitorata dall'Eurosistema: in caso di reiterata difformità o gravi mancanze deve essere avviata una procedura di infrazione e possono essere irrogate sanzioni previste dal quadro giuridico della BCE per l'inosservanza degli obblighi di segnalazione statistica.

I sistemi informatici istituiti dall'Eurosistema allo scopo di ricevere e trattare i dati per il calcolo dell'€STR sono concepiti e realizzati in modo da soddisfare elevati standard di criticità in termini di disponibilità, integrità e riservatezza delle funzioni di ricezione, elaborazione e archiviazione. Gli interventi manuali sono basati su apposite regole e non soggetti a discrezionalità, essendo limitati alle interazioni con i soggetti segnalanti in merito ai controlli di qualità e alle misure di emergenza necessarie in caso di fallimento dei processi automatici. Infine, la trasparenza è assicurata attraverso la pubblicazione, con frequenza trimestrale, degli errori di entità superiore a 0,1 punti base.

## Riquadro 1

### La fine del Libor: una panoramica delle riforme dei parametri di riferimento nelle principali valute

a cura di Anne-Lise Nguyen e Vladimir Tsonchev

#### Dieci anni di riflessioni sulla riforma degli Ibor e la progressiva dismissione del Libor (London interbank offered rate)

Nel 2012 sono emerse le vulnerabilità dei tassi interbancari (interbank offered rates, Ibor), ossia i tassi non garantiti offerti fra banche per le scadenze a più lungo termine, in un contesto caratterizzato da un calo della liquidità nei mercati interbancari sottostanti tali tassi e da casi di tentata manipolazione. È apparso evidente che nei mercati finanziari mondiali l'eccessiva dipendenza dai tassi interbancari poneva chiaramente dei rischi per la stabilità finanziaria. Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB)<sup>16</sup> ha approvato i principi per gli indici di riferimento finanziari formulati dall'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), che comprendono gli standard in materia di governance, integrità, metodologia, qualità e responsabilità per il proprio operato. L'FSB ha inoltre istituito un sottogruppo, l'Official Sector Steering Group (OSSG),

<sup>15</sup> L'articolo 5.1 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali e della Banca centrale europea stabilisce che "al fine di assolvere i compiti del SEBC, la BCE, assistita dalle banche centrali nazionali, raccoglie le necessarie informazioni statistiche dalle competenti autorità nazionali o direttamente dagli operatori economici".

<sup>16</sup> L'FSB coordina le autorità finanziarie nazionali e gli organismi internazionali responsabili della definizione degli standard nelle questioni relative alla regolamentazione, alla vigilanza e ad altri aspetti del settore finanziario.

incaricato di coordinare l'azione delle istituzioni pubbliche, comprese le banche centrali, per la riforma dei parametri di riferimento. Nel tempo, l'OSSG ha approvato le seguenti raccomandazioni<sup>17</sup>: a) rafforzare gli Ibor esistenti, in particolare ancorando le loro metodologie alle operazioni realmente effettuate e non al giudizio degli esperti; b) ridurre l'eccessiva dipendenza dagli Ibor, soprattutto promuovendo un più ampio ricorso ai tassi privi di rischio come indici di riferimento alternativi; c) favorire l'affidabilità dei contratti, incoraggiando in particolare l'applicazione di validi tassi alternativi, ossia i tassi utilizzabili in caso di sostanziale modifica o cessazione di un Ibor, nei contratti nuovi o già esistenti che vi fanno riferimento. Per orientare gli operatori di mercato in tal senso, con il sostegno delle autorità pubbliche sono stati istituiti gruppi di lavoro del settore finanziario nelle principali aree valutarie, al fine di accelerare l'azione di riforma. Inoltre, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) è stata incaricata dall'OSSG di elaborare protocolli alternativi per i contratti relativi ai prodotti derivati che fanno riferimento agli Ibor.

Il destino del Libor è stato progressivamente segnato<sup>18</sup>. In primo luogo, il nuovo amministratore, ossia l'ICE Benchmark Administration (IBA), ha riformato la metodologia basata sui contributi per ancorarla il più possibile alle operazioni realmente effettuate. Tale riforma è stata integrata con l'osservazione dei valori nei segmenti di mercato confinanti e con l'uso di modelli (il cosiddetto "approccio a cascata"). Nel 2017, tuttavia, le autorità di vigilanza sul Libor, ossia la Financial Conduct Authority (FCA) britannica e la Bank of England, hanno riconosciuto che il tasso rimaneva fragile a causa della mancanza di operazioni sul mercato interbancario non garantito e della vulnerabilità del gruppo dei contribuenti, che agivano su base volontaria. Il gruppo ha deciso di continuare a fornire il proprio apporto sino alla fine del 2021 per consentire la transizione a parametri alternativi. A marzo 2021 l'FCA e l'IBA hanno confermato che i tassi Libor per la sterlina britannica, l'euro, il franco svizzero e lo yen sarebbero stati dismessi alla fine dello stesso anno, insieme ad alcune disposizioni relative al dollaro statunitense; le cinque scadenze principali del Libor per tale valuta sarebbero cessate alla fine di giugno 2023. Al fine di consentire una dismissione ordinata, anche le principali scadenze del Libor per la sterlina britannica e lo yen saranno pubblicate per un ulteriore anno utilizzando una metodologia sintetica (basata cioè sui tassi composti privi di rischio e su un differenziale di credito, anziché sui contributi forniti dal gruppo). Questi tassi sintetici non possono essere utilizzati nei nuovi contratti e mirano esclusivamente ad agevolare la transizione dei contratti preesistenti che sono particolarmente difficili da modificare.

Lo scenario per l'euro è in qualche misura diverso, poiché l'Euribor continuerà a essere in vigore anche nel prossimo futuro. Le iniziative di riforma che lo riguardano si sono incentrate principalmente sulla metodologia, che è stata modificata dal suo amministratore, lo European Money Markets Institute (EMMI), per far sì che i contributi siano basati in misura maggiore sulle operazioni di mercato realmente effettuate. Il gruppo di lavoro sui tassi privi di rischio in euro (euro risk-free rates, RFR) ha altresì raccomandato l'utilizzo di formulazioni alternative riferite all'€STR (ad esempio, per tassi, eventi scatenanti e modelli) per i contratti Euribor. Queste raccomandazioni integrano quelle dell'ISDA sui protocolli alternativi per gli strumenti derivati agganciati all'Euribor. L'attività svolta attualmente dal citato gruppo di lavoro è finalizzata anche a favorire l'utilizzo dell'€STR in una gamma diversificata di prodotti finanziari<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Cfr. "Reforming Major Interest Rate Benchmarks", FSB, luglio 2014.

<sup>18</sup> Per maggiori informazioni sulla [cessazione del Libor](#) cfr. il sito Internet dell'FCA.

<sup>19</sup> Cfr. il [programma dei lavori per il 2022-2023](#) del gruppo di lavoro sul sito Internet dell'ESMA.

## 4 Le fasi della transizione dall'Eonia all'€STR

La transizione dall'Eonia all'€STR si è articolata in tre fasi. La prima, inaugurata a settembre 2017, è consistita nell'elaborazione e nell'attuazione del nuovo tasso. Nella seconda fase, dopo l'avvio dell'€STR a ottobre 2019, i due tassi sono coesistiti in parallelo, con l'Eonia che era basato su un nuovo metodo di calcolo, vale a dire che era del tutto dipendente dall'€STR, rispetto al quale veniva aggiunto un differenziale fisso. Il 3 gennaio 2022 l'Eonia è stato ufficialmente dismesso, chiudendo così l'ultima fase della transizione.

### Sviluppo e attuazione dell'€STR

**Il primo passo nello sviluppo dell'€STR è stato definire la metodologia per due elementi costitutivi fondamentali: a) l'interesse sottostante al parametro di riferimento, cioè la realtà economica che l'indice intendeva misurare e b) come calcolare tale parametro affinché la misurazione si rivelasse accurata<sup>20</sup>.**

L'interesse sottostante dell'€STR è stato definito come il costo della raccolta all'ingrosso non garantita in euro con scadenza a un giorno delle banche dell'area dell'euro. L'Eonia prendeva in considerazione esclusivamente i prestiti interbancari, mentre l'€STR riflette un'attività molto più estesa, includendo l'indebitamento a breve termine nei confronti di un insieme più ampio di controparti<sup>21</sup>. Considerando l'attività d'indebitamento anche oltre il segmento interbancario è stato possibile superare le limitazioni poste dall'illiquidità del mercato dei prestiti interbancari. Il tasso così elaborato si basa su un'attività strutturalmente stabile per le banche (che accettano fondi overnight da altri soggetti) e riduce l'influenza dell'elemento legato al credito. Il passo successivo consisteva nel determinare come misurare al meglio l'interesse sottostante, ossia quali operazioni avrebbero avuto le caratteristiche adatte per essere incluse nel calcolo dell'€STR e la tecnica di calcolo da applicare. L'analisi condotta ha suggerito l'opportunità di ridurre le operazioni idonee a quelle eseguite dalle banche segnalanti ai sensi del regolamento MMSR come depositi overnight a tasso fisso collocati da istituzioni finanziarie. Gli strumenti specifici (depositi) e le controparti (finanziarie) selezionati forniscono un insieme sufficientemente omogeneo di operazioni idonee, assicurando che queste ultime siano eseguite a condizioni di mercato. Sono state escluse le transazioni con società non finanziarie di grandi dimensioni, in quanto la determinazione dei prezzi da esse effettuata spesso riflette la qualità dei rapporti con la clientela. Analogamente, altri tipi di strumenti, come i depositi vincolati, sono stati esclusi dall'ambito di applicazione poiché la loro determinazione dei prezzi tende a essere meno reattiva ai movimenti giornalieri del mercato. Infine, è stato deciso di calcolare l'€STR come media troncata ponderata per il volume delle operazioni idonee. Si utilizza la media troncata per preservare il tasso dalla volatilità idiosincratICA causata da operazioni il cui prezzo è stato determinato fuori dal mercato regolamentato o da errori nei dati statistici sottostanti. Una formula di emergenza per il calcolo dell'€STR viene attivata

<sup>20</sup> Cfr. [First ECB public consultation on developing a euro unsecured overnight interest rate](#), BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2017

<sup>21</sup> All'epoca i prestiti interbancari erano diventati fortemente illiquidi, rendendo l'Eonia vulnerabile in ragione dei volumi molto contenuti su cui era basato.

quando i dati sottostanti sono insufficienti per via di eventi che hanno interessato il mercato o per errori tecnici. Un calcolo i cui dati sottostanti siano considerati sufficienti è definito come un calcolo basato sulle segnalazioni di almeno 20 banche, le cinque più grandi delle quali non rappresentano più del 75 per cento del volume. Nel caso in cui tali requisiti non siano soddisfatti si applica il metodo di calcolo di emergenza, basato su una media ponderata dell'€STR del giorno precedente e sul tasso risultante dall'utilizzo dei dati relativi alla giornata in corso.

**Le revisioni della metodologia che sono state periodicamente effettuate confermano che l'€STR continua a riflettere correttamente i movimenti del mercato, che è sostenuto da dati sottostanti sufficienti e che l'ambito di applicazione e il metodo di calcolo scelti pertanto sono adeguati.** Tali revisioni periodiche vengono condotte su base annuale e i rapporti che ne danno conto vengono pubblicati sul sito della BCE<sup>22</sup>.

**La governance dell'€STR è stata definita in un apposito indirizzo della BCE, mentre la preesistente raccolta di dati basata sul regolamento MMSR continua a trarre fondamento da un regolamento della BCE<sup>23</sup>.** L'indirizzo stabilisce la responsabilità della BCE nell'amministrazione dell'€STR, nonché i compiti e le responsabilità della BCE e delle banche centrali dell'Eurosistema, che contribuiscono al processo di determinazione del tasso e alle procedure pertinenti. Predispone inoltre un quadro di controllo volto a tutelare l'integrità e l'indipendenza del processo di determinazione e ad affrontare eventuali conflitti di interesse reali o potenziali. L'indirizzo stabilisce inoltre la base giuridica per l'istituzione di un comitato di sorveglianza sull'€STR che si occupa di esaminare, sottoporre a verifica e riferire tutti gli aspetti relativi alla metodologia e al processo di determinazione dell'€STR<sup>24</sup>.

**L'attuazione operativa dell'€STR ha richiesto la creazione di un sistema informatico dedicato con standard di criticità elevati e la definizione di procedure operative interne all'Eurosistema.** Prima dell'avvio dell'€STR entrambi sono stati testati durante un periodo di produzione-ombra durato nove mesi<sup>25</sup>.

A partire dalla metà del 2018 è stata pubblicata una serie storica pre-€STR dopo ogni periodo di mantenimento delle riserve, al fine di consentire al pubblico di acquisire dimestichezza con il nuovo tasso e di collaudare le procedure operative interne.

---

<sup>22</sup> Per il rapporto più recente cfr. "€STR Annual Methodology Review", BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2022

<sup>23</sup> Indirizzo (UE) 2019/1265 della Banca centrale europea, del 10 luglio 2019, sullo euro short-term rate (EURSTR) (BCE/2019/19) (GU L 199 del 26.7.2019, pag. 8) e Regolamento (UE) n. 1333/2014 della Banca centrale europea, del 26 novembre 2014, relativo alle statistiche sui mercati monetari (BCE/2014/48) (GU L 359 del 16.12.2014, pag. 97). Il regolamento stabilisce gli obblighi di segnalazione, la tempestività, la frequenza e i requisiti di qualità dei dati MMSR raccolti e utilizzati per calcolare l'€STR.

<sup>24</sup> Il Comitato di sorveglianza è presieduto dal Vicepresidente della BCE. È composto da cinque membri, di cui tre, fra cui il Presidente, sono individuati sulla base di una nomina da parte della BCE e due sulla base di una nomina da parte delle BCN che gestiscono una piattaforma di raccolta dati a livello locale; in ogni caso l'iter prevede una proposta del Comitato esecutivo della BCE che viene approvata con decisione del Consiglio direttivo.

<sup>25</sup> La produzione ombra dell'€STR, durata da gennaio a settembre 2019, ha compreso il collaudo sia del sistema informatico dell'Eurosistema sia delle procedure operative e ha coinvolto anche i soggetti segnalanti.

Sono state condotte verifiche interne sia sulla progettazione sia sull'attuazione dell'€STR<sup>26</sup>.

## La transizione dall'Eonia all'€STR

**Il WG RFR ha progettato la transizione dall'Eonia all'€STR in linea con le indicazioni dell'FSB<sup>27</sup>.** Il gruppo di lavoro si è dapprima concentrato sulla sostituzione dell'Eonia e ha raccomandato che l'€STR fosse il principale tasso privo di rischio per l'area dell'euro<sup>28</sup>, sulla scorta della più ampia preferenza espressa dal mercato per un tasso sui prestiti overnight non garantiti basato su dati statistici elaborati dalla BCE. Il gruppo di lavoro ha inoltre formulato raccomandazioni<sup>29</sup> volte ad assicurare una transizione ordinata fino alla dismissione dell'Eonia nel 2022. Per un periodo di due anni l'Eonia è stato ricalibrato in modo da essere pari all'€STR più un differenziale fisso corrispondente alla differenza osservata tra gli interessi sottostanti dei due parametri di riferimento. Il gruppo di lavoro ha inoltre pubblicato un piano d'azione legale<sup>30</sup> per scoraggiare l'utilizzo dell'Eonia nei nuovi contratti e sostenere l'inserimento di formulazioni alternative riferite all'€STR nei contratti preesistenti. Ha inoltre formulato raccomandazioni per gli enti che operano nel settore su ambiti tecnici quali le valutazioni e la contabilità<sup>31</sup>, nelle quali si è tenuto conto dei riscontri ricevuti dal mercato nell'ambito di consultazioni pubbliche e di una serie di eventi di comunicazione organizzati da istituzioni pubbliche e private. Il gruppo di lavoro ha tratto inoltre sostegno dal forte coinvolgimento dell'amministratore dell'Eonia (EMMI) e dalle misure attivamente intraprese dagli organismi per le infrastrutture di mercato.

**L'€STR ha iniziato a essere utilizzato come riferimento nei contratti finanziari subito dopo il suo avvio nel 2019 e il passaggio dall'Eonia all'€STR è stato ordinato.** Il principale mercato in cui è avvenuta la transizione è stato il mercato degli swap su indici overnight, nel quale gli swap sull'€STR hanno lentamente iniziato a essere scambiati a ottobre 2019, sostenuti dall'infrastruttura di compensazione. Molti operatori di mercato, tuttavia, hanno continuato a fare riferimento all'Eonia, poiché dal punto di vista economico i due indici erano equivalenti. La transizione ha registrato un'accelerazione solo dopo che le principali controparti centrali hanno convertito i rimanenti contratti compensati passando

<sup>26</sup> Tali verifiche hanno riguardato la metodologia, la governance, il processo di determinazione e gli aspetti tecnologici. A tutte le raccomandazioni emerse è stato dato seguito prima dell'avvio. Il requisito relativo alle verifiche interne ed esterne è stato altresì incluso nell'indirizzo sull'€STR come parte della governance; le verifiche hanno continuato a essere condotte dopo l'avvio dell'€STR, cfr. [Statement of compliance with the IOSCO principles for financial benchmarks](#) della BCE, pubblicato nel 2020

<sup>27</sup> Cfr. la nota 4.

<sup>28</sup> Cfr. il [comunicato stampa](#), BCE, Francoforte, 13 settembre 2018.

<sup>29</sup> Cfr. Gruppo di lavoro sui tassi privi di rischio in euro, "[Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the transition path from EONIA to the €STR and on a €STR-based forward-looking term structure methodology](#)", Francoforte sul Meno, marzo 2019.

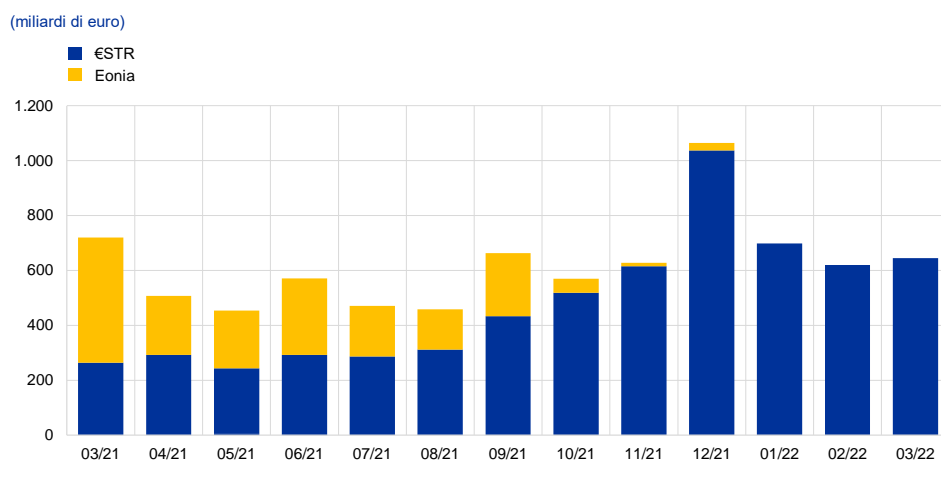
<sup>30</sup> Cfr. Gruppo di lavoro sui tassi privi di rischio in euro, "[Recommendations of the working group on euro risk-free rates on the EONIA to €STR legal action plan](#)", Francoforte sul Meno, luglio 2019.

<sup>31</sup> Cfr. Gruppo di lavoro sui tassi privi di rischio in euro, "[Report by the working group on euro risk-free rates on the impact of the transition from EONIA to the €STR on cash and derivatives products](#)", Francoforte sul Meno, agosto 2019 e "[Report by the working group on euro risk-free rates on the risk management implications of the transition from EONIA to the €STR and the introduction of €STR-based fallbacks for EURIBOR](#)", Francoforte sul Meno, ottobre 2019.

dall'Eonia all'€STR e hanno posto fine alla compensazione degli swap sulla base dell'Eonia a ottobre 2021<sup>32</sup>, come illustrato di seguito, nel grafico 1. Il passaggio è stato sostenuto anche da un regolamento di esecuzione della Commissione europea adottato nell'ottobre del 2021, in base al quale l'€STR sostituisce i riferimenti all'Eonia che residuano nei contratti e negli strumenti finanziari con, alla data della sua dismissione, nessuna disposizione alternativa (o comunque nessuna che sia applicabile)<sup>33</sup>. Il grafico 2 mostra la transizione dall'Eonia all'€STR nei segmenti garantito e non garantito del mercato monetario in euro.

### Grafico 1

#### Quote dei tassi OIS basati sull'€STR e sull'Eonia nelle operazioni MMSR



Fonte: BCE.

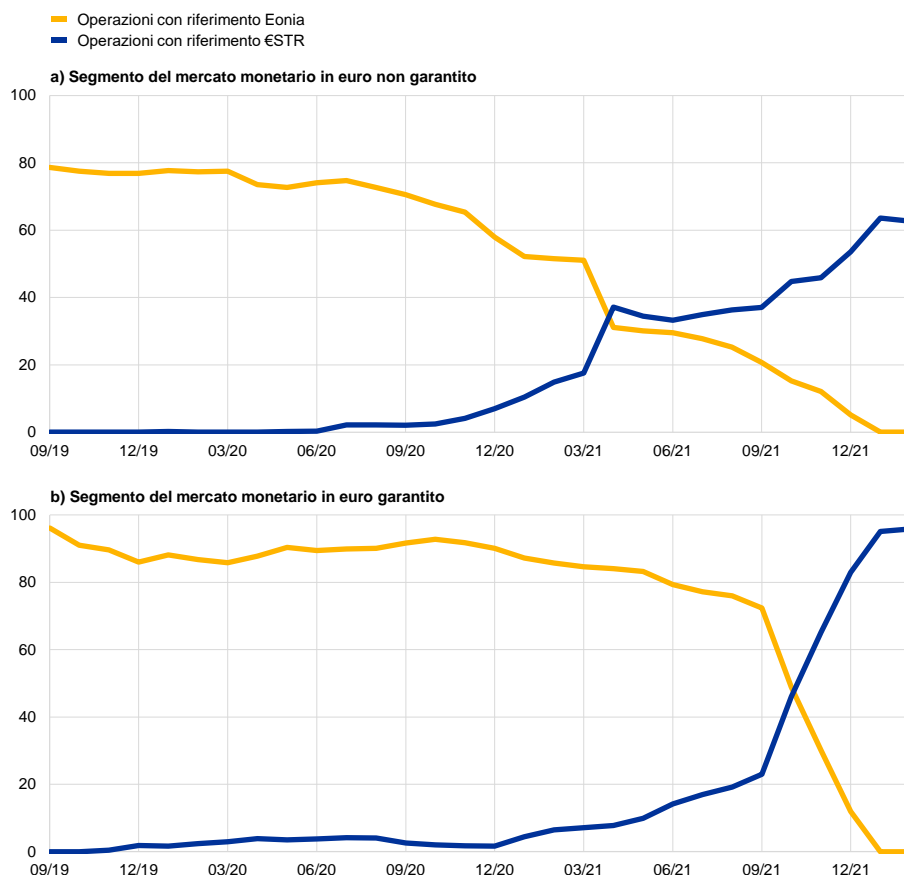
<sup>32</sup> La maggior parte delle operazioni di swap sull'Eonia è stata compensata, ossia regolata, attraverso una parte terza denominata controparte centrale di compensazione, che agisce da intermediario tra le due controparti e si occupa di assumere il rischio di credito, dell'abbinamento fra le transazioni e del processo di regolamento.

<sup>33</sup> Regolamento di esecuzione (UE) 2021/1848 della Commissione, del 21 ottobre 2021, relativo alla designazione di un sostituto dell'indice di riferimento EONIA (euro overnight index average) (GU L 374 del 22.10.2021, pag. 6).

## Grafico 2

Utilizzo relativo dell'Eonia e dell'€STR come parametri di riferimento per l'area dell'euro nei segmenti del mercato monetario a tasso variabile garantito e non garantito

(valori percentuali sul volume totale delle operazioni a tasso variabile, aggregati mensili)



Fonte: BCE.

## L'€STR dopo la transizione

**Dopo la dismissione dell'Eonia il 3 gennaio 2022, l'€STR è divenuto l'unico tasso di riferimento overnight per l'area dell'euro. Il gruppo di lavoro sui tassi privi di rischio per l'area dell'euro ha studiato come promuovere il suo più ampio utilizzo nel mercato.** L'€STR, analogamente all'Eonia, allo stato attuale è utilizzato principalmente in derivati, come i contratti OIS. In risposta alle raccomandazioni formulate dall'FSB, il WG RFR sta prendendo in considerazione altri utilizzi, tra cui i prodotti del mercato a pronti e quelli a valute incrociate.

**L'€STR rappresenta anche una soluzione alternativa per i contratti basati sull'Euribor, nell'eventualità in cui quest'ultimo in futuro venisse dismesso.**

L'ISDA ha già introdotto nella propria documentazione standard alcune disposizioni alternative basate sull'€STR, da applicare in caso di dismissione dell'EUR Libor e dell'Euribor. Il WG RFR ha formulato raccomandazioni per i tassi alternativi basati

sull'€STR in relazione ai prodotti del mercato a pronti legati all'Euribor. A seconda della classe di attività, le raccomandazioni suggeriscono l'utilizzo di tassi basati sull'€STR prospettici (in funzione della loro disponibilità futura), oppure di un tasso composto basato sull'€STR in tutti gli altri casi.

**In risposta alle reazioni del mercato, la BCE pubblica i tassi medi composti sulla base dell'€STR e un indice composto basato sull'€STR.** I tassi sono medie composte retrospettive dell'€STR calcolate su scadenze standard di una settimana, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi. L'indice €STR composto consente di calcolare un tasso medio composto basato sull'€STR su qualsiasi altra scadenza. La BCE ha iniziato a pubblicare i tassi medi composti e un indice composto basato sull'€STR il 15 aprile 2021. La pubblicazione ha luogo alle 09.15 di ogni giornata di operatività del sistema Target2. Le regole per il calcolo e la pubblicazione dei tassi medi composti basati sull'€STR e dell'indice sono pubblicate sul sito Internet della BCE<sup>34</sup> e nella progettazione si è tenuto conto di quanto emerso da una consultazione pubblica.

## Riquadro 2

### Fatti statistici stilizzati sul mercato degli swap su indici overnight

---

a cura di Gianluca Boscarior e Ronald Rühmkorf

Il tasso €STR, come l'Eonia in precedenza, è rilevante ai fini della valutazione delle posizioni in tutti i mercati degli strumenti derivati denominati in euro. Nel caso del tasso sugli overnight index swap (OIS), l'€STR rappresenta altresì il sottostante effettivo in riferimento al quale gli operatori cercano di coprire il rischio di interesse o assumere esposizioni a future variazioni dei tassi. In questo senso, il mercato degli OIS può essere considerato il mercato di strumenti derivati più direttamente collegato al nuovo tasso di riferimento overnight.

Nel mercato degli OIS si possono distinguere due ampi gruppi di operazioni: le operazioni a pronti e quelle a termine. Le operazioni con data di inizio entro tre giorni lavorativi dalla data di contrattazione sono dette "a pronti", mentre quelle con data di inizio successiva sono classificate come "a termine". Secondo i dati MMSR relativi al primo trimestre del 2022, la maggior parte del volume delle contrattazioni avviene nel mercato a termine (56 per cento), mentre il mercato a pronti è significativamente più esiguo (32 per cento). Il resto dell'attività (12 per cento) riguarda le novazioni, che generalmente si verificano quando un'operazione tra due operatori originari viene regolata tramite una controparte centrale.

I dati rivelano che il mercato a pronti degli OIS è caratterizzato da una forte dispersione nella durata contrattuale (cfr. il grafico A). Le operazioni a pronti possono essere classificate in base a fasce di scadenza che definiscono le lunghezze contrattuali più diffuse tenendo conto della differenza tra le date di contrattazione e le date di scadenza. Nel primo trimestre del 2022 il 68 per cento dell'attività di negoziazione a pronti si è concentrato sulle scadenze intermedie, rappresentate dalla fascia con scadenza a un mese e dai suoi multipli fino alla fascia con scadenza a 12 mesi inclusa; il 13 per cento del volume è risultato suddiviso tra le scadenze a più lungo termine (uguali o superiori a due anni). Le scadenze inferiori a un mese hanno rappresentato un volume molto inferiore (prossimo allo 0 per cento). Il restante 19 per cento dell'attività è costituito da operazioni meno

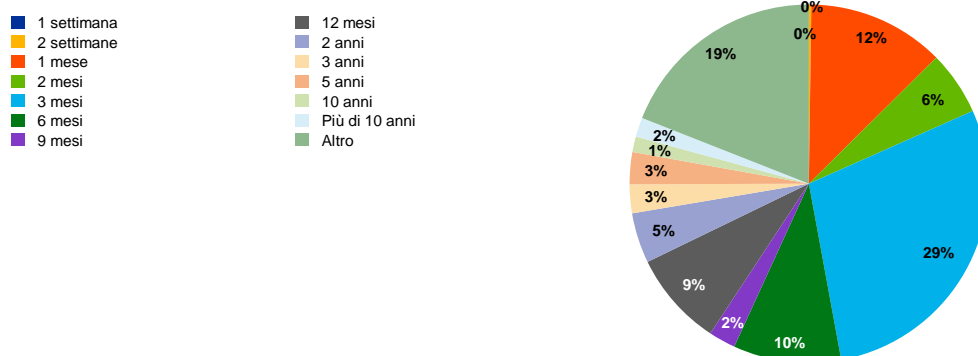
---

<sup>34</sup> Cfr. "Compounded €STR average rates and index: Calculation and publication rules", BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2020.

standardizzate, non classificabili in alcuna fascia di scadenza e ricadenti nella categoria “altro”. Tali operazioni hanno durate contrattuali non standard (ad esempio quattro mesi) e scadenze a breve termine (inferiori o pari a cinque mesi), oppure a lunghissimo termine, da tre a dieci anni.

## Grafico A

Importi nozionali totali disaggregati per fasce di scadenza per il primo trimestre del 2022



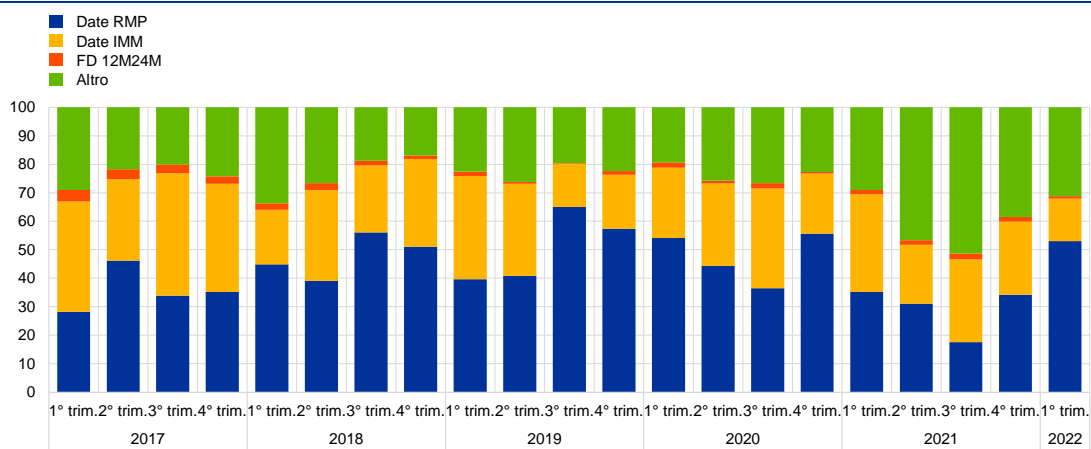
Fonte: BCE.

Il mercato degli OIS a termine è dominato da tre diverse classi di contratto, che nel complesso hanno costituito, in media, circa il 69 per cento dell'attività in tale segmento nel primo trimestre del 2022 (cfr. il grafico B). La maggior parte del volume è concentrato in operazioni le cui date di inizio e di fine sono vincolate ai periodi di mantenimento delle riserve dell'Eurosistema (“Date RMP” nel grafico B). Tali operazioni hanno costituito circa il 53 per cento dell'attività nel periodo considerato. La seconda tipologia di OIS a termine maggiormente scambiati hanno date di inizio e di fine corrispondenti a quelle dei contratti future sui mercati monetari internazionali (date di contrattazione IMM – International Monetary Market)<sup>35</sup>; tali operazioni hanno costituito il 15 per cento del mercato nel primo trimestre del 2022. Una quota relativamente esigua, pari all'1 per cento circa, del mercato a termine si riferisce a un'altra tipologia di contratto standard denominata “FD 12M24M” (a termine 12M24M), con inizio a 12 mesi dalla data di contrattazione e scadenza 12 mesi dopo. Il restante 31 per cento del volume degli swap a termine fa riferimento a operazioni che non ricadono in alcuna delle categorie sopra descritte.

<sup>35</sup> Le date IMM (International Monetary Market) corrispondono al terzo mercoledì dei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre.

## Grafico B

Importi nozionali a termine disaggregati per classe di scadenza delle operazioni



Fonte: BCE.

## 5 Osservazioni conclusive

**La transizione dall'Eonia all'€STR è stata portata a termine con successo nei tempi previsti.** Il passaggio ordinato tra i due benchmark ha scongiurato rischi per la stabilità finanziaria e la politica monetaria. Una volta che gli sforzi profusi dal settore privato per mantenere il tasso overnight storico, l'Eonia, hanno incontrato delle difficoltà insormontabili, la BCE ha dato avvio ai lavori su un proprio tasso di riferimento, basato su dati statistici già esistenti. L'€STR, inizialmente concepito come tasso di riserva, è diventato il principale tasso overnight non garantito per l'area dell'euro. Il settore finanziario ha mostrato una chiara preferenza per un tasso non garantito elaborato dalla banca centrale. Sin dalla sua introduzione, nel 2019, l'€STR si è dimostrato un tasso di riferimento affidabile e solido, utilizzabile nell'intero mercato e in grado di riflettere con precisione le tendenze del mercato monetario dell'area dell'euro.

In quanto principale tasso overnight privo di rischio in euro, l'€STR non solo sostituisce l'Eonia, ma rappresenta anche la base per i tassi alternativi raccomandati nell'eventualità che l'Euribor venga dismesso. La BCE sostiene questo approccio pubblicando tassi composti basati sull'€STR, che possono essere utilizzati come alternativa all'Euribor. In futuro l'€STR potrebbe essere impiegato come alternativa all'Euribor anche in altri segmenti di mercato. Tale evoluzione sarebbe in linea con le dinamiche a livello internazionale che si dirigono verso tassi privi di rischio e coerentemente con le indicazioni dell'FSB. Qualsiasi azione concreta in tale direzione, tuttavia, deve essere intrapresa dal settore finanziario europeo.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

## 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
2019	2,8	2,3	1,7	-0,2	6,0	1,6	2,1	2,1	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2020	-3,2	-3,4	-9,3	-4,5	2,3	-6,3	1,4	1,7	1,2	0,9	0,0	2,5	0,3
2021	6,1	5,6	7,4	1,7	8,1	5,4	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2021 2° trim.	0,5	1,6	5,6	0,5	1,2	2,2	3,7	2,8	4,8	2,0	-0,8	1,1	1,8
3° trim.	1,9	0,6	0,9	-0,7	0,7	2,3	4,4	3,2	5,3	2,8	-0,2	0,8	2,8
4° trim.	1,3	1,7	1,3	0,9	1,5	0,2	5,9	4,0	6,7	4,9	0,5	1,8	4,6
2022 1° trim.	.	-0,4	0,8	-0,2	1,3	0,6	7,9	5,5	8,0	6,2	0,9	1,1	6,1
2021 dic.	-	-	-	-	-	-	6,6	4,6	7,0	5,4	0,8	1,5	5,0
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	7,2	5,1	7,5	5,5	0,5	0,9	5,1
feb.	-	-	-	-	-	-	7,8	5,6	7,9	6,2	0,9	0,9	5,9
mar.	-	-	-	-	-	-	8,8	5,9	8,5	7,0	1,2	1,5	7,4
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	8,3	9,0	2,5	.	7,4
mag. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	8,1

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni <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
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	-0,4	-0,6
2020	47,5	48,8	46,5	42,4	51,4	44,0	48,5	46,3	45,3	-4,1	-4,3	-3,8
2021	54,9	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,2	52,1	11,1	9,6	12,8
2021 2° trim.	57,5	65,3	61,9	49,6	53,0	56,8	53,9	58,8	52,9	1,9	1,6	2,1
3° trim.	53,0	56,8	56,3	47,4	50,6	58,4	51,7	53,4	50,3	-0,4	-0,2	-0,6
4° trim.	54,6	57,3	56,3	52,1	51,9	54,3	52,2	55,5	50,4	2,0	2,2	1,8
2022 1° trim.	52,2	54,9	58,3	48,7	48,0	54,2	51,0	52,6	49,1	1,8	3,5	0,1
2021 dic.	54,5	57,0	53,6	52,5	53,0	53,3	53,3	55,0	50,7	2,0	2,2	1,8
2022 gen.	51,0	51,1	54,2	49,9	50,1	52,3	50,7	51,1	49,0	3,8	5,3	2,3
feb.	53,2	55,9	59,9	45,8	50,1	55,5	51,6	53,7	50,3	3,6	4,9	2,3
mar.	52,4	57,7	60,9	50,3	43,9	54,9	50,6	53,0	47,9	1,8	3,5	0,1
apr.	50,5	56,0	58,2	51,1	37,2	55,8	48,3	51,1	48,1	.	.	.
mag.	51,0	53,6	53,1	52,3	42,2	54,8	49,4	51,5	47,9	.	.	.

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>												
2019	11.984,3	11.578,2	6.378,5	2.456,8	2.654,2	1.253,6	770,6	623,0	88,7	406,0	5.766,1	5.360,1
2020	11.413,1	10.988,4	5.913,3	2.570,9	2.498,0	1.216,9	682,8	591,3	6,2	424,7	5.170,0	4.745,3
2021	12.269,7	11.779,9	6.268,4	2.714,9	2.692,3	1.360,4	759,7	564,6	104,3	489,8	6.060,9	5.571,2
2021 2° trim.	3.021,8	2.891,1	1.536,0	675,6	663,6	336,9	189,3	135,5	15,9	130,7	1.476,7	1.346,1
3° trim.	3.128,0	2.993,1	1.618,4	683,5	671,7	344,4	188,1	137,3	19,5	134,9	1.546,0	1.411,1
4° trim.	3.162,6	3.074,5	1.636,9	691,8	703,5	351,0	193,7	156,9	42,2	88,1	1.633,0	1.544,8
2022 1° trim.	3.210,0	3.124,5	1.660,8	696,1	713,6	370,3	197,6	143,7	53,9	85,5	1.693,2	1.607,7
<i>in percentuale del PIL</i>												
2021	100,0	96,0	51,1	22,1	21,9	11,1	6,2	4,6	0,8	4,0	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 2° trim.	2,2	2,2	3,8	1,9	1,4	1,8	0,8	1,1	-	-	3,2	3,3
3° trim.	2,3	2,1	4,5	0,4	-0,9	-0,8	-1,8	0,2	-	-	1,9	1,4
4° trim.	0,2	1,0	-0,3	0,4	3,1	0,1	1,7	12,5	-	-	2,7	4,7
2022 1° trim.	0,6	0,2	-0,7	-0,3	0,1	3,4	1,5	-8,9	-	-	0,4	-0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	2,5	1,3	1,9	6,8	3,3	1,8	22,3	-	-	2,7	4,7
2020	-6,3	-6,2	-7,8	0,9	-6,9	-4,5	-11,9	-5,8	-	-	-9,2	-9,1
2021	5,4	4,3	3,7	4,0	4,1	6,2	9,8	-6,5	-	-	10,9	8,8
2021 2° trim.	14,7	12,4	12,4	8,0	18,2	18,8	30,8	3,2	-	-	26,9	22,2
3° trim.	4,0	3,8	2,9	2,7	3,0	3,0	2,5	3,7	-	-	10,6	10,7
4° trim.	4,7	5,3	5,8	2,5	3,7	1,7	2,4	10,0	-	-	8,9	10,8
2022 1° trim.	5,4	5,6	7,5	2,3	3,7	4,5	2,1	3,9	-	-	8,4	9,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 2° trim.	2,2	2,0	1,9	0,4	0,3	0,2	0,0	0,1	-0,6	0,1	-	-
3° trim.	2,3	2,0	2,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,3	-	-
4° trim.	0,2	1,0	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,7	-	-
2022 1° trim.	0,6	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,4	0,1	-0,4	0,6	0,5	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	2,4	0,7	0,4	1,4	0,3	0,1	1,0	-0,1	-0,8	-	-
2020	-6,3	-6,0	-4,1	0,2	-1,5	-0,5	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-	-
2021	5,4	4,3	2,0	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,3	0,4	1,3	-	-
2021 2° trim.	14,7	12,0	6,4	1,9	3,8	2,0	1,7	0,2	-0,2	2,7	-	-
3° trim.	4,0	3,5	1,5	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,7	0,5	-	-
4° trim.	4,7	5,0	3,0	0,6	0,8	0,2	0,2	0,5	0,7	-0,4	-	-
2022 1° trim.	5,4	5,4	3,8	0,5	0,8	0,5	0,1	0,2	0,3	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell'area dell'euro.

2) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

## 2 Attività economica

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

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2019	10.742,5	178,3	2.101,5	560,9	2.041,4	531,7	478,8	1.205,1	1.249,8	2.025,6	369,4	1.241,7
2020	10.283,0	176,5	1.971,8	554,9	1.808,5	541,8	476,5	1.211,7	1.167,1	2.053,4	320,8	1.130,0
2021	10.997,7	188,3	2.156,4	603,9	2.011,1	577,8	483,0	1.243,4	1.252,7	2.150,2	330,8	1.272,0
2021 2° trim.	2.708,7	46,3	532,6	150,7	484,7	143,1	120,1	308,5	308,3	533,3	81,0	313,0
3° trim.	2.798,9	47,7	544,1	151,3	527,4	144,9	120,6	311,3	318,8	545,3	87,7	329,1
4° trim.	2.824,3	49,6	552,2	153,8	538,2	148,6	121,3	312,6	323,3	541,3	83,5	338,3
2022 1° trim.	2.870,4	50,0	576,5	159,3	544,3	148,2	122,6	314,2	325,3	544,0	86,0	339,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2021	100,0	1,7	19,6	5,5	18,3	5,3	4,4	11,3	11,4	19,6	3,0	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2021 2° trim.	1,9	0,9	0,3	1,5	4,6	1,9	0,4	0,7	1,8	1,8	5,6	4,7
3° trim.	2,5	-0,4	0,6	-0,6	7,4	1,4	-0,1	0,7	2,9	1,6	11,4	0,5
4° trim.	0,0	0,3	-0,4	0,4	0,3	2,7	0,2	0,2	1,1	-1,2	-2,7	2,7
2022 1° trim.	0,8	-1,9	0,9	3,0	0,8	0,8	0,2	1,0	0,5	0,1	3,2	-0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2019	1,6	1,6	0,2	2,0	2,5	5,7	0,3	1,5	1,8	1,1	1,7	1,6
2020	-6,3	-1,4	-7,0	-4,8	-13,2	0,9	-0,4	-0,8	-7,8	-3,2	-17,7	-6,5
2021	5,2	-1,0	7,4	5,0	7,9	6,6	2,2	1,5	6,2	3,8	2,9	6,4
2021 2° trim.	14,5	0,1	21,6	18,0	24,1	11,2	4,3	3,4	15,6	10,3	14,7	16,2
3° trim.	4,1	-1,2	5,3	2,0	7,1	4,1	1,1	0,9	6,7	2,0	4,0	3,3
4° trim.	4,6	-2,0	1,4	0,5	11,6	8,3	1,8	1,5	6,3	2,4	13,7	5,7
2022 1° trim.	5,3	-1,1	1,3	4,3	13,6	7,0	0,8	2,6	6,5	2,4	18,1	7,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2021 2° trim.	1,9	0,0	0,1	0,1	0,8	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,2	-
3° trim.	2,5	0,0	0,1	0,0	1,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	-
4° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-
2022 1° trim.	0,8	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2019	1,6	0,0	0,0	0,1	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2020	-6,3	0,0	-1,4	-0,3	-2,5	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6	-
2021	5,2	0,0	1,5	0,3	1,5	0,4	0,1	0,2	0,7	0,8	0,1	-
2021 2° trim.	14,5	0,0	4,0	1,0	3,9	0,6	0,2	0,4	1,8	2,1	0,4	-
3° trim.	4,1	0,0	1,0	0,1	1,3	0,2	0,1	0,1	0,8	0,4	0,1	-
4° trim.	4,6	0,0	0,3	0,0	2,0	0,4	0,1	0,2	0,7	0,5	0,4	-
2022 1° trim.	5,3	0,0	0,3	0,2	2,4	0,4	0,0	0,3	0,7	0,5	0,5	-

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>													
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,0	25,0	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,7
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,5	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,9	24,9	6,6
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,3	24,2	3,1	2,4	1,0	14,1	25,1	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,3	1,5	0,2	-2,4	1,1	2,5	1,5	3,3	0,0	1,7	1,4	1,4	0,4
2020	-1,5	-1,5	-1,7	-2,3	-1,9	0,8	-3,7	1,5	-0,6	-0,3	-2,4	0,8	-3,1
2021	1,2	1,4	-0,3	0,3	-0,4	3,0	0,0	4,7	0,3	0,5	2,5	2,0	-0,1
2021 2° trim.	2,1	2,5	-0,2	2,5	-0,5	4,8	0,9	4,5	0,5	1,3	4,4	2,8	1,8
3° trim.	2,1	2,4	0,4	0,1	0,4	2,9	2,0	5,5	0,9	0,0	4,3	2,2	0,8
4° trim.	2,1	2,5	0,0	-0,9	0,9	3,0	2,8	6,2	0,4	-0,1	3,4	1,7	0,6
2022 1° trim.	2,9	3,2	1,0	-1,2	1,3	3,4	4,8	5,7	-0,5	1,8	4,1	1,7	2,4
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,9	3,1	2,4	1,0	13,9	21,7	6,1
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,0	6,9	24,2	3,3	2,6	1,1	13,8	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,2	14,9	7,1	24,4	3,4	2,5	1,1	14,0	22,8	5,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	1,0	1,3	-0,2	-3,3	0,5	2,3	1,1	3,4	0,4	2,0	1,3	1,3	0,2
2020	-7,9	-7,1	-11,4	-2,6	-7,6	-6,6	-14,0	-1,8	-2,8	-6,9	-8,3	-2,1	-13,1
2021	5,2	5,0	6,4	1,5	4,3	8,8	6,2	6,6	2,1	6,1	6,8	3,7	5,2
2021 2° trim.	16,6	15,1	24,2	7,0	15,0	26,4	24,9	11,1	5,6	18,7	18,7	8,1	25,7
3° trim.	3,2	3,6	1,5	-1,0	2,2	2,3	4,6	6,7	1,0	2,8	6,3	2,2	0,7
4° trim.	4,9	5,0	4,7	-1,2	2,3	4,0	10,6	5,9	0,6	2,4	5,4	1,8	7,4
2022 1° trim.	6,4	6,5	5,8	-1,5	2,7	4,7	14,8	5,8	-0,6	6,6	6,5	1,8	12,7
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2019	-0,3	-0,2	-0,4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	0,0	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,2
2020	-6,5	-5,7	-9,8	-0,3	-5,8	-7,3	-10,7	-3,2	-2,2	-6,6	-6,0	-2,9	-10,3
2021	4,0	3,5	6,8	1,2	4,7	5,6	6,2	1,9	1,8	5,6	4,1	1,6	5,3
2021 2° trim.	14,2	12,3	24,5	4,4	15,6	20,7	23,8	6,2	5,1	17,1	13,7	5,2	23,6
3° trim.	1,1	1,2	1,1	-1,2	1,8	-0,5	2,5	1,1	0,0	2,8	1,9	0,0	-0,1
4° trim.	2,8	2,5	4,7	-0,2	1,4	1,0	7,6	-0,3	0,2	2,6	1,9	0,1	6,7
2022 1° trim.	3,5	3,3	4,8	-0,3	1,4	1,2	9,5	0,1	-0,2	4,7	2,3	0,1	10,0

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		
2019	163,506	3,5	12,429	7,6	3,3	10,060	6,8	2,369	16,3	6,348	7,3	6,081	8,0	2,2
2020	160,953	3,5	12,833	8,0	3,0	10,280	7,0	2,553	18,1	6,581	7,7	6,252	8,3	1,8
2021	163,300	3,4	12,627	7,7	3,2	10,174	6,8	2,453	16,8	6,426	7,4	6,200	8,1	2,4
2021 2° trim.	163,097	3,5	13,006	8,0	3,3	10,411	7,0	2,595	17,8	6,587	7,6	6,419	8,4	2,3
3° trim.	164,012	3,3	12,371	7,5	3,1	9,935	6,7	2,436	16,4	6,295	7,2	6,077	7,9	2,6
4° trim.	164,446	3,3	11,760	7,2	3,0	9,573	6,4	2,188	14,8	6,038	6,9	5,722	7,4	2,8
2022 1° trim.	.	.	11,339	6,9	.	9,213	6,1	2,126	14,1	5,736	6,5	5,603	7,3	3,1
2021 nov.	-	-	11,700	7,1	-	9,496	6,3	2,204	14,9	5,989	6,8	5,710	7,4	-
dic.	-	-	11,568	7,0	-	9,408	6,3	2,160	14,5	5,938	6,8	5,630	7,3	-
2022 gen.	-	-	11,429	6,9	-	9,288	6,2	2,141	14,3	5,822	6,6	5,607	7,3	-
feb.	-	-	11,311	6,8	-	9,198	6,1	2,113	14,0	5,692	6,5	5,619	7,3	-
mar.	-	-	11,277	6,8	-	9,154	6,1	2,123	14,0	5,695	6,5	5,581	7,2	-
apr.	-	-	11,181	6,8	-	9,059	6,0	2,122	13,9	5,636	6,4	5,545	7,2	-

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

2019	-1,0	-1,1	-2,6	-1,1	1,4	-1,8	2,2	2,4	1,0	3,7	0,8	2,9	1,8
2020	-8,0	-8,5	-7,2	-11,9	-4,3	-4,4	-5,7	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-8,8	-25,1
2021	7,8	8,6	9,4	8,8	7,8	1,6	5,2	5,0	0,9	7,8	9,4	13,3	-3,1
2021 2° trim.	23,2	25,3	25,6	31,7	18,5	5,6	18,0	11,8	1,8	18,7	29,7	26,1	53,4
3° trim.	6,0	6,8	7,6	5,2	8,8	-0,9	0,7	2,5	0,0	4,1	3,5	12,8	-23,6
4° trim.	0,2	0,0	2,0	-4,1	3,9	2,1	0,7	4,0	-0,5	6,3	13,9	16,9	-25,0
2022 1° trim.	-0,3	0,0	1,2	-5,0	6,1	-1,5	5,6	5,0	-2,2	9,7	11,7	.	-13,0
2021 nov.	-1,3	-1,9	2,0	-9,3	5,6	4,6	0,5	8,5	0,8	12,8	19,7	-	-21,6
dic.	1,8	1,9	1,7	0,3	4,9	2,6	-1,0	2,3	-1,1	3,8	13,7	-	-24,9
2022 gen.	-1,5	-1,6	0,6	-8,8	6,7	0,2	4,5	8,5	-1,7	16,1	13,0	-	-10,0
feb.	1,7	2,1	3,1	-3,4	9,0	-0,7	8,9	5,2	-2,0	9,9	12,1	-	-7,1
mar.	-0,8	-0,4	-0,1	-2,7	3,0	-4,0	3,3	1,6	-2,7	4,0	10,2	-	-19,9
apr.	.	.	.	.	.	.	.	3,9	-4,0	8,9	14,6	-	-18,3

#### Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2021 nov.	2,5	2,6	1,1	2,3	2,3	1,7	0,1	1,3	0,2	2,1	-1,5	-	0,5
dic.	1,7	1,2	0,7	4,8	-0,8	-0,2	-0,7	-2,2	0,6	-4,4	0,2	-	2,4
2022 gen.	-0,8	-0,4	-0,3	-2,7	2,3	-1,4	3,4	0,1	-0,2	1,2	-1,9	-	-5,4
feb.	0,5	0,7	0,8	-0,4	2,1	-2,1	1,1	0,5	-0,6	1,2	2,5	-	5,2
mar.	-1,8	-1,6	-2,0	-2,7	-2,3	-1,7	0,0	0,3	0,9	-0,6	-1,4	-	-13,4
apr.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	-2,6	-0,7	1,9	-	1,1

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	98,8	-5,2	80,6	-11,6	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2019	103,6	-4,8	81,9	-6,8	6,8	-0,2	10,9	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2020	88,3	-13,3	74,4	-14,2	-6,8	-12,6	-15,9	86,4	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,8	9,3	81,8	-7,4	4,3	-1,8	8,2	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2021 2° trim.	111,0	9,4	81,9	-5,6	3,5	-1,3	6,7	87,3	63,1	62,7	54,7	56,8
3° trim.	117,3	13,6	82,8	-4,3	5,9	4,7	17,0	89,0	60,9	58,6	58,4	58,4
4° trim.	115,7	13,7	82,5	-7,6	9,9	3,1	16,1	88,8	58,2	53,6	54,5	54,3
2022 1° trim.	111,2	11,8	82,5	-13,6	9,6	2,0	12,8	88,9	57,8	54,7	54,1	54,2
2021 dic.	114,1	13,8	-	-9,3	10,6	2,2	12,6	-	58,0	53,8	53,1	53,3
2022 gen.	113,0	13,1	82,4	-9,7	9,6	3,4	11,1	88,1	58,7	55,4	51,1	52,3
feb.	114,2	13,4	-	-9,5	10,2	4,5	14,2	-	58,2	55,5	55,5	55,5
mar.	106,5	9,0	-	-21,5	9,0	-2,0	13,0	-	56,5	53,1	55,6	54,9
apr.	104,9	7,7	82,6	-22,0	7,0	-3,9	13,6	89,7	55,5	50,7	57,7	55,8
mag.	105,0	6,3	-	-21,1	7,2	-4,0	14,0	-	54,6	51,3	56,1	54,8

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

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Quota di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (netto)	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 netto	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	12,5	93,0	1,9	1,9	6,2	2,5	4,6	35,4	5,6	75,0	2,1	7,7	1,7
2019	13,1	93,3	1,9	2,7	3,8	6,1	4,0	35,1	6,2	74,8	2,0	8,0	1,9
2020	19,4	96,3	-0,5	4,2	-3,5	4,5	3,6	31,1	4,4	81,8	3,1	-14,4	2,0
2021 1° trim.	20,6	96,6	0,1	4,6	10,8	7,0	3,9	32,0	5,5	82,9	3,8	-10,3	2,0
2° trim.	19,1	96,6	3,8	4,2	31,3	6,6	5,0	34,2	7,4	80,4	4,4	19,4	2,4
3° trim.	18,6	96,8	0,8	4,0	17,7	7,4	6,7	34,4	8,0	79,8	4,6	14,2	2,5
4° trim.	17,3	96,8	-0,2	3,4	18,4	7,0	7,0	34,8	8,0	80,0	5,4	17,1	3,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3) Ai fini del calcolo della quota di profitto viene utilizzato il reddito imprenditoriale netto, sostanzialmente equivalente agli utili di esercizio nella contabilità delle imprese.

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

## 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	
2021 2° trim.	1.092,0	1.004,0	87,9	617,6	533,4	237,4	210,8	204,6	185,1	32,3	74,7	18,7	12,2
3° trim.	1.115,9	1.042,8	73,2	626,1	553,6	252,9	238,6	193,9	173,4	43,0	77,2	32,2	13,5
4° trim.	1.174,0	1.151,7	22,3	649,9	621,0	278,9	248,4	205,9	200,6	39,4	81,7	59,6	46,8
2021 1° trim.	1.217,7	1.181,9	35,8	690,8	677,7	291,3	246,9	200,1	187,3	35,5	70,1	27,7	19,9
2021 ott.	380,5	375,4	5,1	208,8	197,5	90,4	83,8	67,6	66,8	13,7	27,2	9,0	4,9
nov.	402,8	395,7	7,2	221,4	208,6	98,7	84,5	70,4	74,9	12,3	27,7	6,1	4,3
dic.	390,7	380,6	10,0	219,7	214,8	89,8	80,1	67,8	58,9	13,3	26,8	44,5	37,6
2022 gen.	405,6	384,0	21,6	229,7	217,9	96,4	79,7	67,7	61,9	11,7	24,5	8,3	5,6
feb.	409,1	393,4	15,7	233,0	227,6	98,0	84,5	66,2	59,7	11,9	21,6	7,5	4,3
mar.	403,0	404,6	-1,6	228,0	232,2	96,9	82,7	66,2	65,7	11,8	24,0	11,9	10,0
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2022 mar.	4.599,6	4.380,4	219,2	2.584,4	2.385,6	1.060,5	944,6	804,5	746,4	150,2	303,8	138,2	92,4
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 mar.	36,7	35,0	1,8	20,6	19,1	8,5	7,5	6,4	6,0	1,2	2,4	1,1	0,7

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>												
2021 2° trim.	34,4	33,9	596,3	291,8	117,2	177,3	493,8	557,9	323,8	92,5	136,1	405,6	53,2
3° trim.	13,7	23,0	608,4	306,0	118,6	172,0	502,1	582,5	347,0	94,3	135,5	416,8	58,6
4° trim.	12,0	32,3	635,6	322,2	115,7	186,1	524,0	652,1	398,7	96,8	148,0	449,0	71,5
2021 1° trim.	16,6	39,7	670,6	.	.	.	550,1	707,8	.	.	.	472,1	.
2021 ott.	7,4	25,3	207,7	104,8	37,8	60,9	171,1	208,1	126,6	30,9	47,6	143,6	23,0
nov.	14,7	33,3	214,6	108,2	39,1	63,1	176,2	218,1	133,9	31,8	50,0	149,8	25,3
dic.	14,1	38,6	213,4	109,2	38,9	62,1	176,8	225,9	138,3	34,2	50,4	155,6	23,3
2022 gen.	19,8	45,2	222,0	111,4	42,2	64,7	183,4	230,3	142,6	34,2	49,7	157,6	24,5
feb.	16,9	39,4	223,4	113,2	40,5	65,1	186,0	234,7	147,0	34,0	49,7	157,6	28,7
mar.	14,0	35,4	225,3	.	.	.	180,7	242,8	.	.	.	156,8	.
	<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2021 2° trim.	29,1	20,5	104,5	109,5	101,3	101,5	103,3	109,5	110,6	113,7	108,4	111,9	86,1
3° trim.	4,4	5,5	103,6	110,3	100,6	96,7	102,2	108,2	109,7	112,7	105,3	110,9	85,6
4° trim.	0,8	9,4	105,3	112,5	96,1	101,9	104,1	115,2	119,6	109,0	110,4	114,6	94,1
2021 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 set.	0,2	3,0	103,1	110,0	98,3	97,1	101,7	108,7	109,9	112,6	106,0	111,1	84,1
ott.	-3,0	2,7	104,3	110,7	95,1	101,8	103,1	110,8	113,6	106,3	108,0	111,5	91,3
nov.	3,1	9,9	106,9	113,8	98,4	103,2	105,4	115,6	120,7	107,8	111,3	114,4	97,2
dic.	2,4	16,0	104,5	113,0	94,9	100,7	103,8	119,2	124,5	112,9	112,0	117,9	93,9
2022 gen.	5,9	15,3	106,3	110,5	104,0	103,8	105,6	114,4	117,5	112,3	108,9	116,7	92,4
feb.	2,7	11,7	106,0	111,8	100,0	102,9	106,9	115,2	118,2	113,5	109,1	117,0	97,0

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 energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2021 2° trim.	107,4	1,8	0,9	2,5	0,9	0,5	0,3	0,9	-0,2	3,7	0,2	1,8	2,4	
3° trim.	108,0	2,8	1,4	4,1	1,2	1,2	0,7	1,0	1,4	4,3	0,6	2,7	3,5	
4° trim.	109,9	4,6	2,4	6,2	2,4	1,6	0,9	1,3	0,1	9,1	1,0	4,6	5,1	
2022 1° trim.	112,3	6,1	2,7	8,8	2,5	2,7	1,6	3,1	1,5	14,4	0,7	6,0	6,9	
2021 dic.	110,4	5,0	2,6	6,8	2,4	0,3	0,5	1,0	0,4	0,4	0,1	4,9	5,6	
2022 gen.	110,7	5,1	2,3	7,1	2,3	1,1	0,5	1,0	0,7	6,2	0,2	4,9	6,3	
feb.	111,7	5,9	2,7	8,3	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	3,4	0,2	5,8	6,3	
mar.	114,5	7,4	3,0	10,9	2,7	1,7	0,6	1,5	0,1	12,2	0,3	7,3	8,1	
apr.	115,1	7,4	3,5	10,4	3,3	0,1	1,4	2,2	0,4	-4,0	0,5	7,4	8,0	
mag. <sup>3)</sup>	116,1	8,1	3,8	.	3,5	0,8	1,6	-0,1	0,4	2,0	0,3	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di locazione	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2019	1,8	1,9	1,4	0,5	0,3	1,1	1,4	1,3	2,0	-0,7	1,7	1,5
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2021 2° trim.	0,6	0,8	-0,2	3,6	0,8	12,0	1,4	1,3	0,8	-0,1	0,5	1,6
3° trim.	1,9	1,7	2,5	5,4	1,8	15,8	1,4	1,1	2,4	0,7	1,1	1,6
4° trim.	2,5	2,4	2,7	8,4	2,4	25,7	1,6	1,1	4,0	1,2	3,1	1,7
2022 1° trim.	4,2	3,6	6,4	11,5	2,9	35,1	1,8	1,2	3,3	0,1	4,1	1,6
2021 dic.	3,2	2,8	4,7	8,9	2,9	25,9	1,6	1,1	4,0	1,0	3,3	1,8
2022 gen.	3,5	3,0	5,2	9,3	2,1	28,8	1,7	1,2	3,1	0,0	3,8	1,6
feb.	4,2	3,5	6,2	10,9	3,1	32,0	1,8	1,2	3,3	-0,1	4,1	1,6
mar.	5,0	4,1	7,8	14,4	3,4	44,3	1,9	1,2	3,5	0,3	4,4	1,7
apr.	6,3	5,4	9,2	12,9	3,8	37,5	2,1	1,3	5,4	0,5	5,2	1,7
mag. <sup>3)</sup>	7,5	7,0	9,1	.	4,2	39,2	.	.	.	.	.	.

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			
2019	104,7	0,6	0,6	0,8	0,1	1,5	1,0	1,1	0,9	-0,1	3,1	4,2	4,5
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	1,0	1,1	0,6	-9,7	2,0	5,3	1,7
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	2,0	1,8	32,3	5,3	8,1	-0,2
2021 2° trim.	109,4	9,2	6,8	4,7	9,0	1,7	1,8	1,8	1,2	23,7	4,4	7,3	-2,8
3° trim.	115,6	14,0	9,3	7,5	14,1	3,0	2,8	2,9	2,1	34,3	7,0	9,2	-0,3
4° trim.	127,3	24,0	12,3	9,7	18,0	4,3	4,0	3,9	3,0	67,5	7,2	9,6	3,7
2022 1° trim.	140,9	33,1	15,5	12,7	21,4	6,1	7,4	.	5,5	92,6	.	.	.
2021 nov.	126,7	23,7	12,7	9,8	18,3	4,4	3,9	3,9	3,1	66,1	.	.	.
dic.	130,6	26,4	12,3	10,2	18,7	4,7	4,6	4,7	3,2	73,8	.	.	.
2022 gen.	137,5	30,8	14,1	11,9	20,5	5,7	6,4	6,3	5,0	86,0	.	.	.
feb.	138,9	31,5	14,6	12,3	20,9	6,0	7,0	.	5,5	87,4	.	.	.
mar.	146,3	36,9	17,7	13,7	22,7	6,5	8,7	.	6,0	104,1	.	.	.
apr.	148,0	37,2	19,3	15,6	25,1	7,2	10,9	.	6,7	99,2	.	.	.

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

3) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. l'indirizzo [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2019	105,3	1,7	1,5	1,1	1,8	2,3	0,8	0,3	57,2	2,0	4,4	-0,1	3,0	8,2	-2,3
2020	107,1	1,7	1,2	0,6	3,8	1,1	-1,3	-2,7	37,0	1,4	3,3	-0,3	-1,0	-0,3	-1,8
2021	109,3	2,0	2,8	2,2	1,6	3,5	5,7	7,8	59,8	29,5	21,3	37,2	28,8	21,7	37,1
2021 2° trim.	108,5	0,6	1,5	1,5	-1,2	2,6	4,6	7,1	57,0	38,3	20,2	56,4	35,7	20,5	54,4
3° trim.	109,8	2,8	3,7	2,7	2,7	4,6	7,3	9,8	61,9	31,0	26,1	35,4	32,3	28,2	36,7
4° trim.	110,7	3,1	4,5	3,8	2,2	5,5	9,9	13,8	69,4	30,7	30,0	31,3	33,7	33,4	34,0
2022 1° trim.	111,7	3,3	5,2	4,7	2,5	6,3	11,5	16,4	88,7	32,6	36,0	29,7	36,1	39,8	32,5
2021 dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	65,7	29,1	32,3	26,4	33,7	38,0	29,4
2022 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	75,5	29,1	29,5	28,7	33,3	34,7	31,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	84,4	29,5	31,7	27,7	32,4	34,3	30,4
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	104,6	38,8	46,3	32,6	42,4	49,6	35,0
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	98,2	34,8	50,8	22,0	38,1	52,6	23,7
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	106,2	23,1	47,1	4,9	26,6	47,8	6,6

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)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2019	4,4	7,3	9,1	7,7	18,1	48,8	57,1	50,4	52,4
2020	-0,4	2,0	-0,6	-5,0	11,4	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,5	24,0	10,3	20,1	30,3	84,0	61,9	66,8	53,4
2021 2° trim.	30,2	18,1	7,7	16,8	22,2	85,9	60,1	68,2	53,1
3° trim.	36,4	28,8	13,2	27,0	37,5	87,7	63,8	70,3	55,1
4° trim.	46,1	41,7	19,7	36,5	52,4	88,4	69,5	72,1	56,9
2022 1° trim.	50,7	49,1	23,8	39,3	59,9	84,2	74,2	72,9	59,8
2021 dic.	47,8	42,1	20,7	36,4	54,6	86,7	69,6	70,2	57,2
2022 gen.	46,8	43,4	22,3	36,4	55,7	83,5	70,9	72,7	57,9
feb.	48,8	48,3	23,4	36,9	61,8	82,0	72,2	71,7	58,8
mar.	56,5	55,6	25,6	44,6	62,1	87,0	79,6	74,2	62,6
apr.	60,0	56,4	29,5	52,0	68,5	87,7	78,7	77,3	65,2
mag.	56,1	56,7	28,4	49,3	71,6	84,2	77,4	76,2	64,6

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <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	
2019	106,9	2,4	2,5	2,0	2,4	2,4	2,2
2020	110,2	3,1	3,8	1,0	2,8	3,8	1,8
2021	111,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,5
2021 2° trim.	104,6	1,3	2,1	-1,3	1,1	1,6	1,4
3° trim.	115,8	-0,2	-0,6	1,0	-0,9	1,4	1,8
4° trim.	107,5	2,4	2,3	2,6	2,4	2,2	1,4
2022 1° trim.	118,7	1,9	1,4	3,3	2,1	1,3	1,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](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>												
2019	105,3	1,8	-1,5	2,3	1,8	0,7	0,9	1,8	2,5	2,4	2,6	2,0
2020	110,1	4,5	-0,4	3,1	4,0	5,5	1,3	0,4	1,3	5,6	6,8	14,2
2021	110,0	0,0	4,3	-3,2	2,7	-1,5	1,9	1,1	4,7	1,1	0,3	1,6
2021 2° trim.	109,1	-4,4	5,5	-10,6	-1,3	-7,8	0,4	-1,9	8,0	-1,7	-4,9	-2,0
3° trim.	110,1	1,5	4,4	-0,9	2,8	0,1	4,6	2,7	3,1	1,1	2,3	0,3
4° trim.	111,1	1,3	4,5	2,5	4,6	-0,7	1,0	2,7	4,4	1,2	1,0	-6,1
2022 1° trim.	112,1	1,8	3,1	3,8	2,6	-0,3	1,6	2,1	4,8	2,3	2,0	-5,0
<b>Redditi per occupato</b>												
2019	107,4	2,1	2,5	1,4	1,4	1,6	3,2	2,1	2,4	2,8	2,3	3,3
2020	106,8	-0,6	0,5	-2,3	-1,7	-4,9	0,7	0,7	0,8	-0,2	2,5	-3,0
2021	111,2	4,1	2,9	4,4	4,7	6,3	3,8	3,1	5,7	4,6	2,0	4,6
2021 2° trim.	109,8	7,4	3,0	9,2	11,1	13,5	6,8	1,8	10,3	8,8	2,1	10,4
3° trim.	112,3	3,4	3,1	3,9	1,9	5,1	3,2	2,8	4,0	3,5	2,1	3,4
4° trim.	113,1	3,8	3,4	3,0	2,1	7,7	3,0	4,1	6,1	4,1	1,7	6,1
2022 1° trim.	114,1	4,4	3,2	3,9	3,5	8,1	2,7	3,4	5,6	4,7	2,7	9,6
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2019	102,0	0,3	4,1	-0,8	-0,4	0,9	2,3	0,3	-0,1	0,3	-0,3	1,3
2020	97,0	-4,9	0,9	-5,2	-5,6	-9,8	-0,6	0,3	-0,5	-5,5	-4,0	-15,1
2021	101,0	4,2	-1,3	7,8	2,0	7,9	1,8	1,9	1,0	3,5	1,7	3,0
2021 2° trim.	100,7	12,3	-2,4	22,1	12,6	23,1	6,4	3,8	2,1	10,7	7,3	12,7
3° trim.	102,0	1,8	-1,3	4,9	-0,9	5,0	-1,3	0,2	0,9	2,3	-0,2	3,2
4° trim.	101,8	2,5	-1,1	0,5	-2,4	8,5	2,0	1,3	1,7	2,8	0,7	13,0
2022 1° trim.	101,8	2,5	0,1	0,1	0,9	8,4	1,1	1,2	0,8	2,3	0,6	15,3
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2019	107,3	2,3	3,1	1,9	1,7	2,0	3,1	1,7	2,1	2,8	2,4	3,7
2020	113,1	5,4	2,7	3,3	4,3	5,9	3,2	2,2	5,6	5,0	5,0	6,3
2021	113,7	0,5	0,5	0,0	-0,4	0,7	2,0	1,6	1,6	1,0	0,7	0,5
2021 2° trim.	112,6	-4,4	-3,0	-4,5	-6,5	-6,3	1,2	-2,6	-0,7	-2,7	-2,2	-6,1
3° trim.	114,0	2,2	3,0	2,2	2,0	2,2	1,7	3,0	1,1	1,6	2,4	3,0
4° trim.	115,2	1,3	1,8	1,8	1,6	0,2	3,4	4,4	3,2	2,4	1,8	0,8
2022 1° trim.	115,6	1,1	2,4	2,7	2,5	-1,5	2,5	3,4	2,9	2,1	2,7	0,7
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2019	102,5	0,6	5,1	-0,3	-0,2	1,3	2,3	0,0	-0,5	0,4	-0,2	1,5
2020	104,2	1,7	1,2	0,6	1,9	0,9	2,7	2,5	6,5	0,5	-1,1	-5,3
2021	104,3	0,1	-2,5	2,9	-3,4	1,7	0,0	0,2	-4,4	-0,6	0,1	-2,2
2021 2° trim.	104,2	-1,7	-6,5	5,7	-6,7	-0,6	0,1	-1,2	-12,9	-2,6	2,0	-8,8
3° trim.	104,4	0,7	-0,1	3,1	-0,4	2,4	-2,4	0,1	-1,8	0,4	-0,1	3,3
4° trim.	104,7	-0,3	-0,9	-0,9	-3,3	0,8	2,3	1,2	-0,9	0,9	0,6	5,9
2022 1° trim.	104,0	-0,9	0,4	-1,3	-0,4	-1,0	1,1	1,4	-3,8	0,0	0,5	4,8

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 overnight (Eonia) <sup>3)</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	8
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020	-0,55	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,64	-0,07
2021	-0,57	-0,48	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,16	-0,08
2021 nov.	-0,57	-0,49	-0,57	-0,57	-0,53	-0,49	0,16	-0,09
dic.	-0,58	-0,49	-0,60	-0,58	-0,54	-0,50	0,21	-0,08
2022 gen.	-0,58	-	-0,56	-0,56	-0,53	-0,48	0,25	-0,03
feb.	-0,58	-	-0,55	-0,53	-0,48	-0,34	0,43	-0,02
mar.	-0,58	-	-0,54	-0,50	-0,42	-0,24	0,84	-0,01
apr.	-0,58	-	-0,54	-0,45	-0,31	0,01	1,10	-0,01
mag.	-0,58	-	-0,55	-0,39	-0,14	0,29	1,47	-0,02

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <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	
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2021 nov.	-0,90	-0,85	-0,82	-0,64	-0,35	0,50	1,23	0,49	-0,81	-0,73	-0,30	0,07
dic.	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022 gen.	-0,70	-0,66	-0,57	-0,27	0,03	0,69	1,00	0,37	-0,59	-0,36	0,17	0,40
feb.	-0,73	-0,68	-0,54	-0,11	0,22	0,90	0,81	0,44	-0,56	-0,21	0,42	0,59
mar.	-0,70	-0,49	-0,09	0,42	0,62	1,11	0,73	0,35	-0,05	0,58	0,81	0,81
apr.	-0,59	-0,26	0,21	0,74	0,94	1,20	0,85	0,42	0,30	0,94	1,13	1,14
mag.	-0,38	-0,08	0,36	0,97	1,22	1,30	0,78	0,58	0,40	1,10	1,47	1,47

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	
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	172,6	115,8	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021 nov.	478,7	4.306,4	1.020,6	311,7	191,9	100,4	176,9	859,8	1.002,3	380,2	286,3	933,0	4.668,9	29.370,6
dic.	469,1	4.207,9	1.020,3	303,9	189,5	99,9	172,3	846,9	961,1	383,4	283,8	909,0	4.677,0	28.514,2
2022 gen.	471,0	4.252,3	1.031,4	300,2	190,1	107,0	185,0	846,7	910,8	385,5	281,3	887,8	4.573,8	27.904,0
feb.	452,7	4.084,1	978,2	285,0	180,8	107,8	185,6	805,7	823,6	374,5	286,1	863,7	4.436,0	27.066,5
mar.	422,1	3.796,6	942,7	253,7	172,5	103,1	160,8	762,7	791,8	351,9	279,7	858,7	4.391,3	26.584,1
apr.	428,9	3.837,3	984,0	255,1	179,2	106,2	164,1	751,7	772,3	370,6	298,1	912,6	4.391,3	27.043,3
mag.	413,5	3.691,8	974,9	238,2	172,6	113,1	158,1	725,8	724,2	369,5	298,3	864,5	4.040,4	26.653,8

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					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2021 mag.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,88	16,07	5,21	5,32	5,95	2,04	1,31	1,43	1,26	1,31	1,61	1,32
giu.	0,01	0,34	0,16	0,59	4,89	16,01	5,21	5,16	5,78	1,94	1,31	1,43	1,26	1,30	1,60	1,32
lug.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,78	15,98	5,37	5,25	5,86	1,97	1,34	1,45	1,27	1,30	1,61	1,32
ago.	0,01	0,34	0,17	0,59	4,83	16,01	5,75	5,31	5,92	2,04	1,34	1,47	1,24	1,28	1,60	1,32
set.	0,01	0,34	0,18	0,57	4,90	15,93	5,50	5,25	5,88	1,93	1,31	1,45	1,25	1,29	1,59	1,30
ott.	0,01	0,34	0,19	0,58	4,82	15,91	5,62	5,21	5,85	2,00	1,32	1,47	1,26	1,30	1,60	1,31
nov.	0,01	0,34	0,19	0,57	4,82	15,86	5,11	5,20	5,83	2,06	1,32	1,48	1,30	1,32	1,61	1,32
dic.	0,01	0,35	0,17	0,60	4,74	15,89	5,11	5,05	5,66	1,87	1,34	1,46	1,30	1,30	1,60	1,31
2022 gen.	0,01	0,35	0,20	0,56	4,76	15,82	5,58	5,28	5,87	1,95	1,35	1,46	1,31	1,32	1,61	1,33
feb.	0,01	0,46	0,19	0,56	4,81	15,78	5,28	5,27	5,87	2,09	1,35	1,49	1,39	1,38	1,66	1,38
mar.	0,01	0,47	0,19	0,52	4,81	15,76	5,46	5,24	5,81	2,08	1,40	1,53	1,54	1,47	1,75	1,47
apr. <sup>(p)</sup>	0,01	0,47	0,20	0,56	4,74	15,78	5,76	5,38	5,98	2,24	1,43	1,72	1,77	1,58	1,89	1,61

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	
2021 mag.	-0,01	-0,23	0,19	1,78	1,85	1,95	2,04	1,57	1,45	1,42	1,16	1,17	1,27	1,46
giu.	-0,02	-0,31	0,27	1,83	1,88	1,97	2,02	1,55	1,43	1,54	1,20	1,13	1,24	1,46
lug.	-0,02	-0,31	0,13	1,71	1,81	2,14	1,99	1,58	1,43	1,37	1,27	1,32	1,16	1,48
ago.	-0,03	-0,35	0,17	1,75	1,78	1,93	2,02	1,55	1,45	1,36	1,23	1,12	1,14	1,44
set.	-0,03	-0,35	0,15	1,77	1,79	1,99	1,99	1,51	1,43	1,34	1,27	1,25	1,28	1,49
ott.	-0,03	-0,36	0,17	1,71	1,79	2,09	1,99	1,54	1,42	1,32	1,15	1,19	1,24	1,43
nov.	-0,03	-0,35	0,16	1,68	1,78	2,01	2,03	1,49	1,43	1,36	1,07	1,11	1,23	1,38
dic.	-0,03	-0,33	0,17	1,67	1,84	1,96	1,95	1,51	1,43	1,32	1,14	0,97	1,19	1,36
2022 gen.	-0,04	-0,32	0,20	1,67	1,91	1,94	2,00	1,52	1,41	1,37	1,13	1,24	1,29	1,43
feb.	-0,04	-0,32	0,41	1,67	1,77	1,93	2,08	1,50	1,43	1,42	1,07	1,08	1,46	1,42
mar.	-0,04	-0,30	0,64	1,69	1,77	1,96	2,11	1,50	1,45	1,52	1,25	1,17	1,54	1,49
apr. <sup>(p)</sup>	-0,04	-0,30	0,44	1,67	1,89	1,97	2,17	1,52	1,46	1,67	1,19	1,12	1,57	1,51

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 nominali)

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche
<b>A breve termine</b>														
2019	1.283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1.530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021	1.463	460	145	.	93	669	95	428	204	46	.	35	107	36
2021 ott.	1.534	486	141	.	104	686	117	421	203	41	.	41	105	32
nov.	1.533	499	143	.	98	680	113	428	223	45	.	31	102	27
dic.	1.463	460	145	.	93	669	95	312	138	46	.	37	76	15
2022 gen.	1.491	482	152	.	101	650	106	449	199	56	.	43	106	44
feb.	1.461	465	150	.	102	642	103	407	192	47	.	33	98	39
mar.	1.494	463	160	.	111	646	113	536	241	77	.	52	111	56
<b>A lungo termine</b>														
2019	16.314	3.817	3.401	.	1.319	7.152	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17.288	3.891	3.206	.	1.459	8.006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	284	63	77	.	20	111	13
2021 ott.	18.375	4.038	3.469	.	1.528	8.553	787	298	64	106	.	22	92	13
nov.	18.524	4.062	3.516	.	1.556	8.598	792	268	50	82	.	36	90	9
dic.	18.500	4.053	3.514	.	1.548	8.590	795	191	45	91	.	7	42	6
2022 gen.	18.633	4.083	3.536	.	1.550	8.659	805	350	111	75	.	14	135	15
feb.	18.772	4.108	3.560	.	1.548	8.748	808	283	78	69	.	8	118	10
mar.	18.922	4.150	3.584	.	1.560	8.816	812	326	94	84	.	23	117	8

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Ammini- strazione centrale	Altre ammini- strazioni pubbliche				
<b>Consistenze</b>											
2019	17.597,2	4.367,2	3.581,8	.	1.403,5	7.558,3	686,5	8.560,4	537,8	1.410,5	6.612,1
2020	18.817,6	4.346,0	3.351,4	.	1.556,4	8.720,5	843,2	8.442,0	468,4	1.312,2	6.661,4
2021	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1
2021 ott.	19.909,1	4.524,1	3.609,9	.	1.631,6	9.239,4	904,0	10.305,7	613,8	1.701,7	7.990,2
nov.	20.057,2	4.560,8	3.658,7	.	1.654,2	9.277,7	905,7	10.021,7	566,5	1.619,3	7.835,9
dic.	19.962,9	4.513,7	3.658,7	.	1.640,9	9.259,3	890,2	10.325,5	597,3	1.544,1	8.184,1
2022 gen.	20.124,1	4.564,7	3.688,4	.	1.651,0	9.309,5	910,6	9.876,4	606,9	1.537,9	7.731,6
feb.	20.232,7	4.573,0	3.709,6	.	1.650,2	9.389,4	910,5	9.319,5	552,5	1.416,4	7.350,5
mar.	20.415,4	4.613,1	3.744,1	.	1.670,7	9.462,6	925,0	9.370,4	539,5	1.425,2	7.405,7
<b>Tasso di crescita</b>											
2019	3,1	3,8	4,9	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0
2020	7,4	1,2	2,7	.	12,3	10,9	24,3	1,0	0,6	2,3	0,8
2021	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2021 ott.	4,3	1,4	5,6	.	4,1	5,3	5,6	2,0	1,9	5,1	1,3
nov.	5,1	2,2	7,1	.	5,0	5,7	5,3	1,9	2,0	5,6	1,1
dic.	5,1	2,2	7,0	.	5,0	5,9	4,5	1,9	1,7	5,9	1,1
2022 gen.	5,0	2,2	7,8	.	5,1	5,4	3,7	1,7	1,6	4,5	1,2
feb.	4,7	2,6	7,2	.	4,1	5,1	3,2	1,4	1,5	4,2	0,9
mar.	4,5	2,0	7,5	.	4,8	4,7	2,7	1,2	0,2	3,9	0,7

Fonte: BCE.

## 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 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8	
2019	98,1	93,1	92,9	88,7	77,5	87,0	115,4	92,4	
2020	99,6	93,5	94,1	89,3	76,9	87,6	119,4	93,9	
2021	99,6	93,4	94,5	88,5	72,6	85,7	120,8	94,2	
2021 2° trim.	100,5	94,0	94,9	89,1	72,5	86,0	121,9	94,9	
3° trim.	99,5	93,4	94,4	88,6	72,6	85,2	120,5	94,0	
4° trim.	97,7	91,8	93,3	86,4	71,3	83,8	119,1	92,7	
2022 1° trim.	96,4	91,4	94,6	.	.	.	118,6	92,6	
2021 dic.	97,1	91,2	93,1	-	-	-	119,0	92,5	
2022 gen.	96,6	91,2	94,1	-	-	-	118,6	92,3	
feb.	96,9	91,6	94,6	-	-	-	118,9	92,7	
mar.	95,9	91,3	95,1	-	-	-	118,4	92,8	
apr.	95,2	89,9	95,6	-	-	-	116,4	90,4	
mag.	95,6	90,0	97,1	-	-	-	116,2	89,9	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 mag.	0,4	0,0	1,5	-	-	-	-0,2	-0,6	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 mag.	-5,2	-4,5	2,0	-	-	-	-4,9	-5,6	

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Kuna croata 2	Corona ceca 3	Corona danese 4	Fiorino ungherese 5	Yen giapponese 6	Zloty polacco 7	Sterlina britannica 8	Leu romeno 9	Corona svedese 10	Franco svizzero 11	Dollaro statunitense 12
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2020	7,875	7,538	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2021 2° trim.	7,784	7,528	25,638	7,436	354,553	131,930	4,529	0,862	4,9240	10,141	1,098	1,206
3° trim.	7,626	7,497	25,500	7,437	353,871	129,763	4,566	0,855	4,9319	10,195	1,083	1,179
4° trim.	7,310	7,518	25,374	7,438	364,376	130,007	4,617	0,848	4,9489	10,128	1,054	1,144
2022 1° trim.	7,121	7,544	24,653	7,441	364,600	130,464	4,623	0,836	4,9465	10,481	1,036	1,122
2021 dic.	7,199	7,520	25,246	7,436	367,499	128,800	4,614	0,849	4,9492	10,273	1,041	1,130
2022 gen.	7,192	7,525	24,470	7,441	358,680	130,009	4,552	0,835	4,9454	10,358	1,040	1,131
feb.	7,196	7,534	24,437	7,441	356,970	130,657	4,549	0,838	4,9458	10,534	1,046	1,134
mar.	6,992	7,571	25,007	7,440	376,640	130,711	4,752	0,836	4,9482	10,546	1,025	1,102
apr.	6,960	7,558	24,435	7,439	374,865	136,606	4,649	0,837	4,9442	10,318	1,021	1,082
mag.	7,083	7,536	24,750	7,441	384,454	136,241	4,648	0,850	4,9460	10,496	1,035	1,058
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2022 mag.	1,8	-0,3	1,3	0,0	2,6	-0,3	0,0	1,6	0,0	1,7	1,4	-2,2
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2022 mag.	-9,3	0,2	-3,2	0,1	8,7	2,8	2,7	-1,5	0,4	3,4	-5,6	-12,9

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 1° trim.	29.821,1	30.376,6	-555,5	11.449,4	9.502,1	11.520,0	13.674,5	-128,2	6.130,5	7.200,0	849,4	15.505,2
2° trim.	30.326,6	30.718,8	-392,2	11.492,5	9.503,9	12.026,4	14.021,1	-134,1	6.072,8	7.193,8	869,0	15.393,1
3° trim.	31.085,0	31.357,5	-272,5	11.728,7	9.470,0	12.229,3	14.334,7	-102,8	6.227,5	7.552,8	1.002,4	15.787,6
4° trim.	32.029,1	32.209,3	-180,2	11.881,1	9.729,9	12.851,5	14.659,5	-96,9	6.336,4	7.820,0	1.057,0	16.025,3
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2021 4° trim.	261,0	262,5	-1,5	96,8	79,3	104,7	119,5	-0,8	51,6	63,7	8,6	130,6
<i>Transazioni</i>												
2021 2° trim.	207,4	104,4	103,0	-0,5	-5,7	230,4	70,3	-2,5	-27,1	39,8	7,1	-
3° trim.	387,3	302,5	84,8	45,8	-61,2	121,3	67,2	24,2	72,9	296,6	123,2	-
4° trim.	163,7	141,5	22,2	-24,1	-71,4	143,9	24,1	44,5	-3,5	188,8	2,9	-
2021 1° trim.	311,6	316,7	-5,1	66,7	17,7	-37,9	8,5	0,9	282,4	290,4	-0,4	-
2021 ott.	297,6	274,3	23,3	16,3	0,8	50,7	17,4	13,9	213,5	256,1	3,2	-
nov.	143,6	146,1	-2,5	52,1	52,8	60,1	-4,7	26,3	4,6	98,0	0,6	-
dic.	-277,4	-278,9	1,4	-92,4	-125,1	33,1	11,5	4,3	-221,5	-165,3	-0,8	-
2022 gen.	229,5	221,4	8,1	54,5	50,1	18,6	-7,5	3,8	154,8	178,9	-2,2	-
feb.	126,8	120,7	6,1	25,3	-22,1	-4,8	16,8	-1,0	105,7	126,0	1,7	-
mar.	-44,7	-25,4	-19,3	-13,2	-10,3	-51,7	-0,7	-1,9	22,0	-14,5	0,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2022 mar.	1.070,0	865,2	204,9	87,8	-120,7	457,6	170,2	67,1	324,7	815,7	132,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2022 mar.	8,5	6,9	1,6	0,7	-1,0	3,7	1,4	0,5	2,6	6,5	1,1	-

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>												
2019	1.222,4	7.721,9	8.944,3	1.069,7	2.364,2	3.433,9	12.378,2	79,3	528,8	-1,4	606,6	12.984,8
2020	1.360,8	8.886,2	10.247,0	1.034,9	2.450,1	3.485,0	13.731,9	101,5	636,5	-0,7	737,2	14.469,2
2021	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2021 2° trim.	1.419,7	9.350,5	10.770,2	936,3	2.489,6	3.425,9	14.196,1	111,9	613,7	27,5	753,1	14.949,1
3° trim.	1.444,6	9.617,8	11.062,4	903,2	2.493,4	3.396,6	14.458,9	120,6	600,9	38,7	760,2	15.219,1
4° trim.	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 1° trim.	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
2021 nov.	1.459,9	9.698,3	11.158,1	928,9	2.499,4	3.428,3	14.586,5	126,1	644,5	33,7	804,3	15.390,8
dic.	1.464,7	9.796,8	11.261,5	927,4	2.507,6	3.435,0	14.696,5	117,6	658,5	12,2	788,3	15.484,8
2022 gen.	1.482,0	9.827,9	11.309,9	945,9	2.512,8	3.458,7	14.768,5	129,8	615,2	29,9	774,9	15.543,5
feb.	1.494,0	9.914,0	11.408,0	931,8	2.520,3	3.452,1	14.860,1	131,1	590,6	24,6	746,3	15.606,5
mar.	1.525,0	9.938,1	11.463,1	936,0	2.519,6	3.455,6	14.918,7	123,0	596,4	33,0	752,3	15.671,0
apr. <sup>(p)</sup>	1.524,4	9.964,9	11.489,4	954,1	2.518,8	3.472,9	14.962,3	115,3	603,2	35,8	754,3	15.716,5
<b>Transazioni</b>												
2019	57,7	604,8	662,5	-61,6	62,4	0,8	663,3	4,2	-4,1	-58,5	-58,3	605,0
2020	138,4	1.250,1	1.388,5	-28,9	86,7	57,8	1.446,3	19,5	113,7	0,1	133,4	1.579,7
2021	105,2	903,2	1.008,5	-118,5	67,2	-51,3	957,1	12,0	22,7	10,1	44,8	1.001,9
2021 2° trim.	26,9	217,3	244,2	-54,0	12,6	-41,4	202,8	2,9	-3,6	11,7	11,0	213,8
3° trim.	25,1	256,1	281,3	-34,4	11,7	-22,6	258,6	5,7	-12,8	10,0	2,9	261,5
4° trim.	21,1	190,9	212,0	16,9	14,4	31,3	243,4	-3,5	57,7	-29,7	24,5	267,9
2022 1° trim.	60,3	133,6	193,9	11,8	9,6	21,4	215,3	5,1	-62,0	20,7	-36,2	179,0
2021 nov.	8,1	44,4	52,5	-5,0	3,6	-1,4	51,1	-8,1	25,6	-2,1	15,4	66,5
dic.	4,8	98,9	103,7	-2,0	8,5	6,5	110,2	-8,6	14,0	-21,8	-16,4	93,8
2022 gen.	17,2	27,1	44,4	20,7	3,2	23,8	68,2	11,8	-43,2	16,7	-14,7	53,5
feb.	12,0	83,8	95,8	-13,1	7,6	-5,5	90,3	1,5	-24,5	-4,4	-27,5	62,8
mar.	31,0	22,7	53,7	4,3	-1,2	3,1	56,8	-8,2	5,8	8,3	6,0	62,7
apr. <sup>(p)</sup>	-0,5	10,8	10,3	13,4	-0,6	12,8	23,1	-8,8	6,8	1,4	-0,6	22,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
2019	5,0	8,5	8,0	-5,4	2,7	0,0	5,7	5,5	-0,8	-	-8,8	4,9
2020	11,3	16,2	15,6	-2,7	3,7	1,7	11,7	24,4	21,6	-	22,0	12,2
2021	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2021 2° trim.	9,0	12,2	11,8	-12,9	3,8	-1,4	8,3	13,5	8,5	-	10,6	8,4
3° trim.	8,5	11,5	11,1	-15,5	3,2	-2,5	7,6	12,7	1,0	-	7,5	7,6
4° trim.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 1° trim.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
2021 nov.	8,1	10,3	10,0	-11,0	2,6	-1,4	7,1	20,6	8,1	66,1	11,4	7,3
dic.	7,7	10,2	9,8	-11,4	2,7	-1,5	7,0	11,9	3,6	-	6,1	6,9
2022 gen.	7,7	9,4	9,2	-7,0	2,5	-0,3	6,8	14,0	-3,0	73,6	0,9	6,5
feb.	7,8	9,3	9,1	-6,8	2,3	-0,3	6,8	17,0	-4,2	-9,8	-1,3	6,4
mar.	9,6	8,7	8,8	-6,0	2,0	-0,3	6,6	9,4	-3,4	77,8	0,3	6,3
apr. <sup>(p)</sup>	8,8	8,2	8,2	-2,8	1,7	0,4	6,3	1,3	-1,7	23,1	-0,4	6,0

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>													
2019	2.483,9	2.070,3	256,7	150,5	6,4	7.044,4	4.399,1	492,0	2.152,4	1,0	1.026,5	215,7	464,7
2020	2.976,1	2.522,8	309,9	140,1	3,2	7.663,7	4.965,2	437,3	2.260,4	0,9	1.097,0	234,6	501,2
2021	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2021 2° trim.	3.087,3	2.651,4	290,7	136,7	8,5	7.918,9	5.207,3	407,1	2.303,8	0,7	1.164,8	222,5	494,6
3° trim.	3.155,5	2.731,4	283,8	130,8	9,6	8.025,8	5.319,1	388,9	2.317,2	0,7	1.210,6	227,4	515,6
4° trim.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 1° trim.	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
2021 nov.	3.207,3	2.778,9	291,5	129,4	7,5	8.063,4	5.359,0	377,8	2.325,6	1,0	1.233,1	231,9	517,0
dic.	3.244,5	2.818,6	290,7	128,6	6,5	8.088,1	5.380,3	372,8	2.334,2	0,7	1.236,8	228,4	551,6
2022 gen.	3.242,1	2.810,2	294,5	127,1	10,3	8.133,6	5.424,9	364,7	2.343,3	0,8	1.264,7	238,7	537,2
feb.	3.266,0	2.843,1	284,7	126,6	11,6	8.170,2	5.457,7	360,8	2.350,8	1,0	1.280,5	234,8	545,7
mar.	3.269,7	2.841,8	287,3	129,8	10,8	8.189,2	5.480,1	357,7	2.350,3	1,1	1.272,4	229,7	555,7
apr. <sup>(a)</sup>	3.278,6	2.841,7	297,9	129,5	9,6	8.201,6	5.495,1	356,5	2.349,0	1,0	1.282,6	224,3	566,0
<b>Transazioni</b>													
2019	149,5	167,0	-18,9	1,8	-0,4	396,1	361,2	-26,3	61,7	-0,5	25,1	9,8	29,3
2020	515,9	469,8	55,8	-6,8	-2,9	611,8	560,4	-53,8	105,3	0,0	142,6	20,4	36,7
2021	254,5	279,6	-21,3	-6,9	3,0	423,5	411,3	-65,1	77,5	-0,2	145,9	-8,2	48,2
2021 2° trim.	41,4	53,0	-9,2	-3,5	1,1	93,9	94,4	-14,9	14,5	-0,1	34,3	5,6	3,6
3° trim.	60,8	69,0	-8,0	-1,2	0,9	108,6	111,6	-18,3	15,4	-0,1	46,0	1,9	21,9
4° trim.	85,1	84,8	5,7	-2,3	-3,1	60,4	59,3	-16,1	17,2	0,1	38,1	2,4	32,7
2022 1° trim.	19,6	18,2	-3,9	1,1	4,2	99,7	98,6	-11,3	12,0	0,4	35,0	1,5	4,3
2021 nov.	20,0	23,2	-2,8	0,5	-0,8	17,1	20,8	-5,8	2,2	-0,1	-1,6	-5,9	5,2
dic.	36,9	38,9	-0,3	-0,7	-1,0	23,7	20,2	-5,0	8,8	-0,2	5,1	-3,6	34,5
2022 gen.	-1,6	-9,0	3,3	0,5	3,7	44,1	43,9	-4,8	5,0	0,0	25,8	8,9	-14,4
feb.	25,6	34,3	-9,5	-0,5	1,4	37,0	32,6	-3,4	7,6	0,2	12,5	-3,8	8,5
mar.	-4,4	-7,1	2,4	1,2	-0,9	18,7	22,1	-3,1	-0,5	0,2	-3,3	-3,6	10,2
apr. <sup>(a)</sup>	0,0	-6,3	8,3	-0,5	-1,5	9,8	12,5	-1,6	-0,9	-0,2	0,9	-6,1	10,3
<b>Variazioni percentuali</b>													
2019	6,4	8,8	-6,8	1,2	-6,5	6,0	8,9	-5,1	3,0	-35,6	2,5	4,8	6,7
2020	20,8	22,7	21,6	-4,5	-47,0	8,7	12,7	-10,9	4,9	-5,2	14,3	9,4	7,9
2021	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2021 2° trim.	8,4	11,4	-8,3	-5,7	47,4	7,6	11,0	-11,8	4,5	-20,2	15,9	-2,7	5,6
3° trim.	7,1	10,3	-12,1	-5,4	38,0	7,0	10,2	-13,1	4,0	-31,8	15,1	-6,8	9,1
4° trim.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 1° trim.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
2021 nov.	7,9	10,6	-7,6	-6,1	35,6	6,0	9,0	-14,4	3,4	0,0	15,7	-3,9	6,9
dic.	8,5	11,1	-6,9	-5,0	98,2	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,6	13,2	-3,5	9,6
2022 gen.	7,8	9,7	-3,6	-4,1	55,9	5,3	8,0	-14,7	3,1	-13,8	14,8	2,7	6,9
feb.	8,0	9,9	-4,1	-4,9	96,0	5,1	7,7	-14,6	2,9	1,6	14,6	2,0	10,0
mar.	6,8	8,6	-5,1	-4,2	40,4	4,6	7,1	-14,4	2,6	27,6	13,6	5,4	12,7
apr. <sup>(a)</sup>	6,9	8,3	-0,8	-4,1	22,0	4,4	6,9	-13,9	2,2	8,1	12,5	-1,1	14,2

Fonte: BCE.

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

2) Sulla base del SEC 2010, a dicembre 2014 le società di partecipazione di gruppi non finanziari sono state riclassificate dal settore delle società non finanziarie a quello delle società finanziarie. Nelle statistiche sui bilanci delle 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	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	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	
<b>Consistenze</b>												
2019	4.654,5	989,2	3.653,5	13.856,8	11.446,4	11.835,1	4.474,3	5.930,1	891,0	151,0	1.560,5	849,9
2020	5.914,6	998,8	4.903,9	14.333,2	11.919,8	12.299,4	4.708,3	6.132,0	911,7	167,8	1.548,2	865,3
2021	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2021 2° trim.	6.217,0	1.003,7	5.211,6	14.488,0	12.077,6	12.441,9	4.730,9	6.255,4	942,1	149,1	1.523,2	887,2
3° trim.	6.364,7	999,2	5.363,9	14.611,0	12.182,5	12.536,2	4.769,9	6.316,1	951,8	144,7	1.531,9	896,6
4° trim.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 1° trim.	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
2021 nov.	6.476,2	987,3	5.487,3	14.738,5	12.310,2	12.659,5	4.815,9	6.365,0	968,8	160,6	1.540,8	887,4
dic.	6.552,1	997,2	5.553,1	14.814,1	12.341,7	12.726,6	4.864,0	6.372,4	944,1	161,2	1.583,3	889,0
2022 gen.	6.545,9	992,4	5.551,7	14.903,9	12.453,4	12.607,6	4.874,9	6.415,2	990,6	172,8	1.564,5	886,0
feb.	6.560,7	996,5	5.561,5	14.939,7	12.499,5	12.656,6	4.885,9	6.436,0	1.007,5	170,2	1.561,6	878,5
mar.	6.551,8	1.002,7	5.546,4	15.022,7	12.561,0	12.690,7	4.917,7	6.471,5	1.018,7	153,0	1.595,0	866,8
apr. <sup>(p)</sup>	6.508,3	1.003,0	5.480,4	15.077,7	12.631,7	12.778,2	4.944,2	6.490,8	1.035,8	161,0	1.606,2	839,8
<b>Transazioni</b>												
2019	-88,4	-23,2	-65,6	449,6	376,1	422,9	115,0	200,3	40,6	20,2	30,2	43,4
2020	1.042,0	13,5	1.028,3	737,1	538,1	559,0	288,2	209,1	23,9	16,9	170,8	28,2
2021	667,2	-0,5	677,3	569,4	480,6	513,8	176,7	261,6	51,9	-9,7	79,4	9,4
2021 2° trim.	163,8	9,1	154,1	53,3	43,5	51,7	-18,0	74,8	-10,9	-2,4	4,8	5,0
3° trim.	152,2	-4,7	156,9	136,4	122,5	125,5	40,2	65,8	23,5	-7,0	9,2	4,8
4° trim.	201,1	-1,1	202,0	229,1	175,1	225,5	98,5	60,4	0,0	16,1	62,7	-8,7
2022 1° trim.	91,9	4,8	87,1	194,2	186,0	168,2	45,6	76,3	72,4	-8,3	24,7	-16,6
2021 nov.	65,0	1,0	64,0	52,1	72,9	65,7	25,6	23,1	18,6	5,6	-14,2	-6,7
dic.	104,1	9,9	94,1	97,5	54,1	99,3	53,5	14,2	-14,2	0,6	41,8	1,6
2022 gen.	11,3	-5,2	16,5	63,8	78,9	65,5	6,5	25,8	35,7	10,9	-13,8	-1,3
feb.	52,1	4,1	47,9	51,4	52,3	61,6	13,5	22,1	19,3	-2,6	2,6	-3,5
mar.	28,6	5,9	22,7	79,0	54,8	41,1	25,6	28,4	17,4	-16,6	35,9	-11,8
apr. <sup>(p)</sup>	0,9	0,4	-0,2	73,9	64,5	82,0	23,4	20,2	13,1	7,7	14,3	-4,9
<b>Variazioni percentuali</b>												
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	4,8	16,0	2,0	5,5
2020	22,2	1,4	27,8	5,4	4,7	4,7	6,4	3,5	2,7	10,3	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2021 2° trim.	13,1	0,5	16,2	3,6	3,1	3,0	1,4	4,5	3,4	-3,5	5,3	7,5
3° trim.	11,0	0,0	13,5	3,4	3,2	3,3	1,6	4,3	6,4	-10,1	3,0	7,3
4° trim.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 1° trim.	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
2021 nov.	10,8	-1,2	13,5	3,8	3,7	3,7	2,4	4,4	6,2	0,5	3,1	6,2
dic.	11,3	0,0	13,8	4,0	4,0	4,2	3,8	4,3	5,7	-4,7	5,3	1,1
2022 gen.	10,8	0,1	13,0	4,3	4,5	4,6	3,8	4,4	7,4	11,5	4,5	0,9
feb.	10,7	0,0	12,8	4,3	4,7	4,8	3,9	4,4	8,9	11,1	4,5	-0,1
mar.	10,1	0,8	11,9	4,3	4,4	4,6	3,5	4,5	9,1	-1,1	6,7	-1,7
apr. <sup>(p)</sup>	9,3	0,3	11,1	4,8	4,9	5,3	4,5	4,4	10,8	3,8	7,9	-1,7

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Includo 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>				2	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2019	4.474,3	4.576,5	966,7	877,5	2.630,1	5.930,1	6.221,7	720,1	4.523,5	686,5
2020	4.708,3	4.829,7	897,2	1.009,7	2.801,4	6.132,0	6.400,5	700,6	4.724,7	706,7
2021	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2021 2° trim.	4.730,9	4.852,0	831,7	969,3	2.929,9	6.255,4	6.514,4	694,1	4.852,6	708,7
3° trim.	4.769,9	4.884,9	834,3	971,1	2.964,4	6.316,1	6.574,4	696,6	4.914,4	705,0
4° trim.	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 1° trim.	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
2021 nov.	4.815,9	4.928,1	869,1	979,3	2.967,5	6.365,0	6.620,5	702,5	4.956,9	705,6
dic.	4.864,0	4.995,0	888,8	1.006,6	2.968,7	6.372,4	6.635,7	698,2	4.970,9	703,4
2022 gen.	4.874,9	4.851,1	891,3	1.000,9	2.982,7	6.415,2	6.616,4	697,5	5.011,3	706,4
feb.	4.885,9	4.858,5	899,4	998,8	2.987,7	6.436,0	6.643,9	701,0	5.028,2	706,9
mar.	4.917,7	4.892,1	911,5	1.002,4	3.003,8	6.471,5	6.671,4	700,7	5.063,2	707,6
apr. <sup>4)</sup>	4.944,2	4.919,0	924,5	1.012,0	3.007,6	6.490,8	6.696,6	702,2	5.082,1	706,6
<b>Transazioni</b>										
2019	115,0	142,5	-13,0	44,8	83,2	200,3	216,2	41,0	168,5	-9,2
2020	288,2	325,3	-54,1	138,7	203,6	209,1	193,0	-11,8	210,7	10,2
2021	176,7	208,7	-1,3	2,9	175,1	261,6	266,6	10,7	255,0	-4,1
2021 2° trim.	-18,0	-21,8	-57,5	-42,9	82,4	74,8	70,2	2,3	72,1	0,4
3° trim.	40,2	44,6	4,1	2,0	34,2	65,8	67,4	4,1	64,0	-2,3
4° trim.	98,5	127,6	55,9	37,2	5,5	60,4	70,9	6,5	55,7	-1,8
2022 1° trim.	45,6	48,3	18,9	-4,6	31,3	76,3	82,6	4,8	68,9	2,6
2021 nov.	25,6	22,8	10,6	9,6	5,4	23,1	24,2	4,7	18,8	-0,3
dic.	53,5	78,9	21,5	28,5	3,6	14,2	23,9	-1,0	16,6	-1,4
2022 gen.	6,5	5,3	0,2	-6,8	13,1	25,8	23,9	1,0	24,4	0,3
feb.	13,5	15,3	8,7	-1,4	6,2	22,1	29,6	3,8	17,4	0,8
mar.	25,6	27,7	10,0	3,5	12,0	28,4	29,1	0,0	27,0	1,4
apr. <sup>4)</sup>	23,4	25,1	11,8	7,6	4,1	20,2	24,8	1,8	18,5	-0,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	2,6	3,2	-1,3	5,3	3,2	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020	6,4	7,1	-5,7	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2021 2° trim.	1,4	1,9	-11,8	-2,2	7,3	4,5	4,0	0,6	5,7	0,5
3° trim.	1,6	2,1	-8,6	-3,6	6,9	4,3	4,1	0,5	5,6	-0,2
4° trim.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 1° trim.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
2021 nov.	2,4	2,9	-3,6	-2,2	6,0	4,4	4,1	1,6	5,5	-0,4
dic.	3,8	4,3	-0,1	0,3	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022 gen.	3,8	4,5	0,6	0,1	6,2	4,4	4,3	2,0	5,5	-0,4
feb.	3,9	4,6	1,5	0,1	6,0	4,4	4,4	2,3	5,4	-0,3
mar.	3,5	4,1	2,4	-0,8	5,4	4,5	4,5	2,6	5,4	-0,2
apr. <sup>4)</sup>	4,5	5,2	5,8	1,9	5,1	4,4	4,5	3,0	5,3	-0,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <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	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	10
<b>Consistenze</b>										
2019	363,4	7.055,1	1.944,5	50,2	2.155,2	2.905,3	1.474,7	417,4	178,9	187,2
2020	744,6	6.961,4	1.914,8	42,1	1.991,8	3.012,7	1.437,6	489,8	130,1	139,2
2021	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2021 2° trim.	680,1	6.847,3	1.868,8	40,2	1.956,0	2.982,3	1.411,7	359,9	123,7	134,5
3° trim.	690,9	6.856,6	1.850,7	38,6	1.975,9	2.991,4	1.375,7	415,2	139,0	146,0
4° trim.	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 1° trim.	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
2021 nov.	706,9	6.905,3	1.830,9	37,7	2.011,7	3.025,1	1.388,8	399,5	144,5	149,9
dic.	797,1	6.891,6	1.839,0	37,1	1.998,1	3.017,4	1.364,0	443,2	118,8	136,8
2022 gen.	723,6	6.900,3	1.846,5	36,8	2.013,4	3.003,5	1.359,3	358,2	165,3	158,8
feb.	731,5	6.882,4	1.836,6	36,5	2.007,6	3.001,8	1.375,0	345,1	166,0	159,4
mar.	740,4	6.873,8	1.847,3	35,8	1.983,6	3.007,1	1.362,0	348,6	153,0	164,4
apr. <sup>3)</sup>	768,5	6.893,2	1.845,5	35,6	2.010,8	3.001,3	1.344,3	448,1	180,6	171,6
<b>Transazioni</b>										
2019	-25,0	107,2	-5,5	-2,9	28,0	87,6	311,8	14,2	-2,7	-2,5
2020	316,3	-34,8	-14,9	-8,0	-101,1	89,1	-60,2	142,3	-48,8	-48,0
2021	53,1	-33,2	-74,2	-5,0	-39,8	85,8	-121,0	-93,8	-11,3	-2,3
2021 2° trim.	-24,0	-19,4	-21,9	-1,0	-24,5	28,1	-16,6	-30,1	-3,6	4,3
3° trim.	10,8	1,8	-18,1	-1,5	8,2	13,3	-44,1	29,7	15,3	11,5
4° trim.	106,7	11,6	-13,3	-1,6	6,1	20,3	-71,2	27,2	-20,2	-9,2
2022 1° trim.	-53,2	-41,6	-18,1	-1,3	-31,3	9,1	-24,0	-177,9	34,0	34,7
2021 nov.	-32,3	-12,1	-13,4	-0,5	0,8	1,0	-31,3	-63,6	4,6	2,2
dic.	90,4	6,6	7,8	-0,6	-18,4	17,8	-37,5	26,6	-25,7	-13,1
2022 gen.	-69,5	-7,8	-10,2	-0,3	5,0	-2,3	-2,5	-96,4	46,4	29,0
feb.	7,9	-18,8	-10,2	-0,3	-6,3	-2,0	-8,6	-43,0	0,5	0,7
mar.	8,4	-15,0	2,3	-0,7	-30,0	13,4	-12,9	-38,6	-12,9	5,0
apr. <sup>3)</sup>	28,1	32,4	-4,9	-0,2	0,1	37,4	-43,9	52,2	27,6	7,2
<b>Variazioni percentuali</b>										
2019	-6,4	1,6	-0,3	-5,3	1,3	3,1	-	-	-1,5	-1,5
2020	87,4	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-27,3	-25,7
2021	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2021 2° trim.	-10,3	-0,6	-2,7	-8,2	-4,8	3,9	-	-	-22,3	-22,9
3° trim.	-12,9	-0,7	-3,5	-9,9	-4,4	3,9	-	-	-0,6	-0,9
4° trim.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 1° trim.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
2021 nov.	-5,6	-0,4	-5,1	-11,2	-1,5	3,5	-	-	-2,4	1,9
dic.	7,1	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,9	-	-	-8,7	-1,7
2022 gen.	5,4	-0,2	-4,2	-12,2	-0,6	2,8	-	-	12,1	13,1
feb.	6,2	-0,5	-4,4	-11,9	-0,7	2,4	-	-	14,0	14,3
mar.	5,7	-0,7	-3,8	-13,1	-2,1	2,4	-	-	20,1	31,9
apr. <sup>3)</sup>	7,4	0,0	-3,1	-13,3	-1,9	3,4	-	-	35,8	36,6

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	46,4	45,9	12,9	13,0	15,2	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7
2019	46,3	45,8	12,9	13,0	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,3	1,6	22,4	3,8
2020	46,5	46,1	12,9	12,7	15,6	0,5	53,6	49,1	10,7	5,9	1,5	25,5	4,5
2021	47,3	46,6	13,3	13,2	15,3	0,7	52,4	47,7	10,3	6,0	1,5	24,2	4,8
2021 1° trim.	46,7	46,2	12,9	12,8	15,7	0,5	54,8	50,2	10,8	6,1	1,5	25,8	4,6
2° trim.	46,6	46,0	12,9	12,9	15,5	0,6	53,3	48,7	10,5	6,0	1,5	25,0	4,7
3° trim.	46,8	46,2	13,0	13,0	15,4	0,6	53,0	48,3	10,4	6,0	1,4	24,6	4,7
4° trim.	47,4	46,7	13,3	13,2	15,3	0,7	52,5	47,7	10,3	6,0	1,5	24,3	4,8

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	85,8	3,1	13,7	69,0	48,2	32,5	37,6	8,2	77,7	16,1	28,3	41,4	84,4	1,5
2019	83,8	3,0	12,9	67,9	45,5	30,7	38,3	7,7	76,1	15,7	27,7	40,5	82,5	1,3
2020	97,2	3,2	14,2	79,9	54,5	39,1	42,7	11,3	85,9	19,1	31,5	46,6	95,5	1,7
2021	95,6	3,0	13,6	79,0	55,7	41,8	39,8	10,0	85,6	17,9	31,0	46,6	94,2	1,4
2021 1° trim.	99,9	3,2	14,1	82,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	98,1	3,1	13,8	81,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	97,5	3,0	13,8	80,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	95,6	3,0	13,6	79,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0	-1,1	0,9
2020	13,4	5,6	2,1	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,4	0,0	5,7	9,6
2021	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2
2021 1° trim.	13,9	6,6	1,8	2,1	1,5	0,5	-0,1	0,2	-0,4	0,1	5,5	10,3
2° trim.	3,5	5,3	-1,3	-0,5	-1,0	0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	5,7
3° trim.	0,6	4,7	-1,2	-0,4	-0,8	0,2	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-2,9	5,2
4° trim.	-1,6	3,6	0,0	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-5,3	5,2

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
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,1
2020	14,9	13,6	4,2	1,4	0,3	7,6	1,9	1,1	-0,2	2,2	2,3	0,0	0,8
2021	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 1° trim.	14,7	13,2	5,1	1,4	0,4	7,8	1,8	1,1	-0,2	2,1	2,1	0,0	0,5
2° trim.	14,5	13,2	4,8	1,4	0,3	7,9	1,7	0,5	-0,3	2,0	2,1	-0,1	0,5
3° trim.	14,6	13,3	4,4	1,4	0,3	7,9	1,7	1,1	-0,3	2,0	1,8	-0,1	0,5
4° trim.	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2021 nov.	14,5	13,1	4,0	1,4	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
dic.	14,3	12,9	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022 gen.	14,2	12,9	4,9	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,9	-0,1	0,6
feb.	14,1	12,9	5,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5
mar.	14,7	13,5	5,0	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,4
apr.	14,2	12,9	4,4	1,3	0,3	8,0	1,5	1,1	-0,3	1,9	1,7	-0,1	0,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio 1	Germania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	Spagna 6	Francia 7	Italia 8	Cipro 9	
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,9	1,9	-0,6	0,1	0,9	-2,6	-2,3	-2,2	-3,6	
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	1,1	-3,1	-3,1	-1,5	1,3	
2020	-9,0	-4,3	-5,6	-5,1	-10,2	-10,3	-8,9	-9,6	-5,8	
2021	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
2021 1° trim.	-8,9	-5,6	-5,6	-5,7	-12,6	-11,3	-9,7	-10,1	-7,5	
2° trim.	-6,6	-4,9	-4,3	-4,4	-11,0	-8,4	-8,3	-8,9	-6,4	
3° trim.	-6,9	-4,2	-3,9	-3,3	-9,8	-7,8	-8,0	-8,0	-4,7	
4° trim.	-5,5	-3,7	-2,4	-1,9	-7,4	-6,9	-6,5	-7,2	-1,7	
Debito pubblico										
2018	99,8	61,2	8,2	63,1	186,4	100,5	97,8	134,4	98,4	
2019	97,7	58,9	8,6	57,2	180,7	98,3	97,4	134,1	91,1	
2020	112,8	68,7	19,0	58,4	206,3	120,0	114,6	155,3	115,0	
2021	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	112,9	150,8	103,6	
2021 1° trim.	116,9	69,9	19,6	60,6	209,3	125,2	117,9	159,3	120,9	
2° trim.	113,7	69,6	19,6	59,2	207,5	122,7	114,4	155,6	111,4	
3° trim.	111,3	69,3	19,7	57,7	201,6	121,7	115,7	154,6	109,0	
4° trim.	108,2	69,3	18,1	56,0	193,3	118,4	113,3	150,8	103,6	
	Lettonia 10	Lituania 11	Lussemburgo 12	Malta 13	Paesi Bassi 14	Austria 15	Portogallo 16	Slovenia 17	Slovacchia 18	Finlandia 19
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2018	-0,8	0,5	3,0	2,1	1,4	0,2	-0,3	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,6	0,5	2,3	0,6	1,7	0,6	0,1	0,4	-1,3	-0,9
2020	-4,5	-7,3	-3,4	-9,5	-3,7	-8,0	-5,8	-7,8	-5,5	-5,5
2021	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
2021 1° trim.	-6,9	-7,3	-2,5	-9,2	-5,2	-10,8	-7,1	-8,3	-6,5	-6,4
2° trim.	-7,7	-5,4	-0,6	-7,7	-3,9	-9,3	-5,9	-6,6	-6,3	-5,0
3° trim.	-6,3	-3,5	-0,1	-8,1	-3,6	-7,9	-4,0	-6,5	-5,8	-4,5
4° trim.	-7,3	-1,0	0,9	-8,0	-2,5	-5,9	-2,8	-5,2	-6,2	-2,6
Debito pubblico										
2018	37,1	33,7	20,8	43,7	52,4	74,1	121,5	70,3	49,6	59,8
2019	36,7	35,9	22,3	40,7	48,5	70,6	116,6	65,6	48,1	59,6
2020	43,3	46,6	24,8	53,4	54,3	83,3	135,2	79,8	59,7	69,0
2021	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8
2021 1° trim.	45,4	45,1	28,0	57,3	54,9	87,0	138,9	85,0	59,8	69,7
2° trim.	43,2	44,6	26,1	58,9	54,1	86,2	135,3	80,1	61,1	68,7
3° trim.	43,4	45,1	25,3	56,6	52,5	84,2	130,6	79,7	61,2	68,0
4° trim.	44,8	44,3	24,4	57,0	52,1	82,8	127,4	74,7	63,1	65,8

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2022**

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 all'8 giugno 2022.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-22-004-IT-N (online)