



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2024



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Sintesi	3
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	13
3 Prezzi e costi	21
4 Andamenti del mercato finanziario	27
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	33
Riquadri	40
1 Frammentazione geopolitica negli investimenti diretti esteri greenfield a livello mondiale e dell'area dell'euro	40
2 Il legame tra corsi petroliferi e dollaro statunitense: evidenze e implicazioni economiche	46
3 L'impatto delle Special Purpose Entities (SPE) sui legami finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro	53
4 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	58
5 La principale determinante della recente inflazione secondo i consumatori: variazioni delle percezioni nel tempo	64
6 La capacità predittiva delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE riguardo alla crescita economica dall'inizio della pandemia di COVID-19	68
7 Decodificare le revisioni delle aspettative sui tassi di riferimento: indicazioni dall'indagine presso gli analisti monetari	74
8 Posizione di bilancio dell'area dell'euro nel 2024	78
Articoli	83
1 La responsabilità della BCE per il proprio operato nei confronti del Parlamento europeo per il periodo 2019-2024: impegno in tempi di cambiamento	83
Riquadro 1 L'euro digitale: un caso di studio sull'intensificazione della comunicazione e della collaborazione con il parlamento	89

Riquadro 2	Obbligo della BCE di rendere conto del proprio operato nello svolgimento della funzione di vigilanza bancaria	98
2	Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento: politica monetaria, condizioni economiche e di finanziamento e aspettative di inflazione	103
Riquadro 1	Collegamento tra i dati dei mercati finanziari e gli indicatori basati sull'indagine SAFE dei fabbisogni di finanziamento delle imprese	110
Statistiche		S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 17 ottobre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. I dati più recenti sull'inflazione hanno indicato che il processo di disinflazione è ben avviato. Le prospettive di inflazione sono state inoltre influenzate dalle recenti sorprese al ribasso degli indicatori dell'attività economica. Nel contempo, le condizioni di finanziamento sono rimaste restrittive.

Ci si attende che l'inflazione aumenti nei prossimi mesi, per poi diminuire e rientrare verso l'obiettivo nel corso del prossimo anno. L'inflazione interna rimane elevata, sospinta dai salari che continuano a crescere a ritmo sostenuto. Al tempo stesso, le pressioni sul costo del lavoro continuerebbero ad allentarsi gradualmente, in un contesto in cui i profitti ne attenuano parzialmente l'impatto sull'inflazione.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire l'obiettivo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla sua valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

I dati più recenti indicano che l'attività economica è stata lievemente più debole rispetto alle attese. Per quanto la produzione industriale sia stata particolarmente volatile durante i mesi estivi, le indagini indicano che il settore manifatturiero ha continuato a contrarsi. Per il comparto dei servizi i sondaggi evidenziano un aumento dell'attività ad agosto, probabilmente per effetto di una forte stagione turistica estiva, sebbene i dati più recenti mostrino una crescita più contenuta. Gli investimenti delle imprese registrano un incremento soltanto moderato, mentre continuano a diminuire gli investimenti nell'edilizia residenziale. Le esportazioni, soprattutto di beni, si sono indebolite.

Nonostante l'aumento dei redditi registrato nel secondo trimestre, contrariamente alle attese i consumi delle famiglie sono diminuiti¹. Il tasso di risparmio si è collocato al 15,7 per cento nel secondo trimestre, ben al di sopra della media del 12,9 per cento osservata prima della pandemia. Al tempo stesso, i risultati delle indagini recenti segnalano una graduale ripresa della spesa delle famiglie.

Prosegue la buona tenuta del mercato del lavoro. Ad agosto il tasso di disoccupazione si è mantenuto al minimo storico del 6,4 per cento. Dalle indagini emergono tuttavia un rallentamento della crescita dell'occupazione e un'ulteriore moderazione della domanda di manodopera.

Secondo le attese del Consiglio direttivo l'economia dovrebbe rafforzarsi nel tempo, poiché l'aumento dei redditi reali consentirà alle famiglie di effettuare maggiori consumi. Il graduale venir meno degli effetti della politica monetaria restrittiva dovrebbe sostenere i consumi e gli investimenti. Con l'aumento della domanda mondiale, le esportazioni dovrebbero contribuire alla ripresa.

Le politiche di bilancio e strutturali dovrebbero essere mirate ad accrescere la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia; ciò contribuirebbe a innalzare il potenziale di crescita e a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. Pertanto, è fondamentale dare prontamente seguito, con politiche strutturali concrete e ambiziose, alle proposte di Mario Draghi per una maggiore competitività europea e a quelle di Enrico Letta per il rafforzamento del mercato unico. L'attuazione piena, trasparente e tempestiva del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL; nel definire i propri piani di medio termine per le politiche di bilancio e strutturali, i governi dovrebbero ora iniziare a procedere risolutamente in questa direzione.

Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi è ulteriormente diminuita, collocandosi all'1,7 per cento a settembre, il livello più basso da aprile 2021. I prezzi dell'energia hanno subito un brusco calo, pari a -6,1 per cento sui dodici mesi. L'inflazione dei beni alimentari è aumentata lievemente, portandosi al 2,4 per cento. L'inflazione dei beni è rimasta contenuta allo 0,4 per cento, mentre quella dei servizi è scesa al 3,9 per cento.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è diminuita o rimasta invariata. L'inflazione interna si conferma elevata, poiché persistono forti pressioni salariali nell'area dell'euro. Nella restante parte dell'anno la crescita delle retribuzioni contrattuali si manterrà elevata e variabile, dato il significativo ruolo dei pagamenti a tantum e l'andamento sfalsato degli adeguamenti salariali.

L'inflazione dovrebbe aumentare nei prossimi mesi, anche perché i passati bruschi ribassi dell'energia cesseranno di rientrare nel calcolo dei tassi sui dodici mesi, per

¹ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 16 ottobre 2024, ad eccezione di quelli relativi allo IAPC, aggiornati al 17 ottobre. Secondo la stima aggiornata dell'Eurostat relativa ai conti nazionali dell'area dell'euro, pubblicata il 18 ottobre, la crescita dei consumi privati per il secondo trimestre del 2024 è stata rivista al rialzo ed è ora positiva (0,1 per cento).

poi diminuire e raggiungere l'obiettivo nel corso del prossimo anno. Il processo di disinflazione sarebbe sostenuto dall'attenuarsi delle pressioni dal lato del costo del lavoro e dalla graduale trasmissione ai prezzi al consumo della passata fase restrittiva della politica monetaria. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente attorno al 2 per cento.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Il calo di fiducia potrebbe impedire ai consumi e agli investimenti di recuperare al ritmo atteso. Ciò potrebbe essere amplificato dalle fonti di rischio geopolitico, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, suscettibili anche di causare interruzioni nelle forniture di energia e negli scambi internazionali. La minore domanda di esportazioni dell'area dell'euro, dovuta ad esempio all'indebolimento dell'economia mondiale o all'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie, graverebbe ulteriormente sulla crescita dell'area dell'euro. La crescita potrebbe inoltre risultare inferiore se gli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria si rivelassero più forti delle attese. Potrebbe invece risultare superiore se l'espansione dell'economia mondiale si rivelasse più forte delle aspettative, oppure se le migliori condizioni di finanziamento e il calo dell'inflazione inducessero un più rapido recupero dei consumi e degli investimenti.

L'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati di quanto previsto se i salari o i profitti aumentassero più delle attese. Rischi al rialzo per l'inflazione provengono, inoltre, dalle accresciute tensioni geopolitiche, che potrebbero far aumentare i prezzi dell'energia e i costi di trasporto nel breve termine e causare interruzioni del commercio mondiale. Inoltre, fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari. Per contro, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se il debole clima di fiducia e i timori riguardo a eventi geopolitici impedissero ai consumi e agli investimenti di recuperare al ritmo atteso, se la politica monetaria frenasse la domanda più di quanto anticipato, o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato a più breve termine sono scesi dopo la riunione del 12 settembre del Consiglio direttivo, soprattutto di riflesso alle notizie di un indebolimento dell'economia dell'area dell'euro e all'ulteriore calo dell'inflazione. Benché le condizioni di finanziamento si mantengano restrittive, ad agosto i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui sono scesi lievemente, rispettivamente al 5,0 e al 3,7 per cento.

In base all'indagine sul credito bancario di ottobre 2024, i criteri di erogazione del credito alle imprese sono rimasti invariati nel terzo trimestre, dopo oltre due anni di

progressivo irrigidimento. In aggiunta, la domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata per la prima volta in due anni. Nel complesso, il credito alle imprese resta moderato; ad agosto è cresciuto dello 0,8 per cento sui dodici mesi.

I criteri di concessione dei mutui si sono allentati per il terzo trimestre consecutivo, specialmente a causa della maggiore concorrenza fra le banche. I tassi di interesse più contenuti e le migliori prospettive per il mercato degli immobili residenziali hanno determinato un forte incremento della domanda di mutui, che, in linea con questi andamenti, hanno registrato un lieve aumento, crescendo a un ritmo dello 0,6 per cento sui dodici mesi.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti, rispettivamente al 3,25, al 3,40 e al 3,65 per cento, con effetto dal 23 ottobre 2024.

Il portafoglio del programma di acquisto di attività si sta riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Riguardo al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), l'Eurosistema non reinveste più tutto il capitale rimborsato sui titoli in scadenza, riducendo il portafoglio di 7,5 miliardi di euro al mese in media. Il Consiglio direttivo intende terminare i reinvestimenti nell'ambito di tale programma alla fine del 2024.

Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP, al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria riconducibili alla pandemia.

A fronte dei rimborsi da parte delle banche degli importi ricevuti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, il Consiglio direttivo riesaminerà regolarmente il contributo fornito all'orientamento della politica monetaria dalle operazioni mirate e dai relativi rimborsi in atto.

Conclusioni

Nella riunione del 17 ottobre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente

restrittivi finché necessario a conseguire tale obiettivo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione ritorni sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Contesto esterno

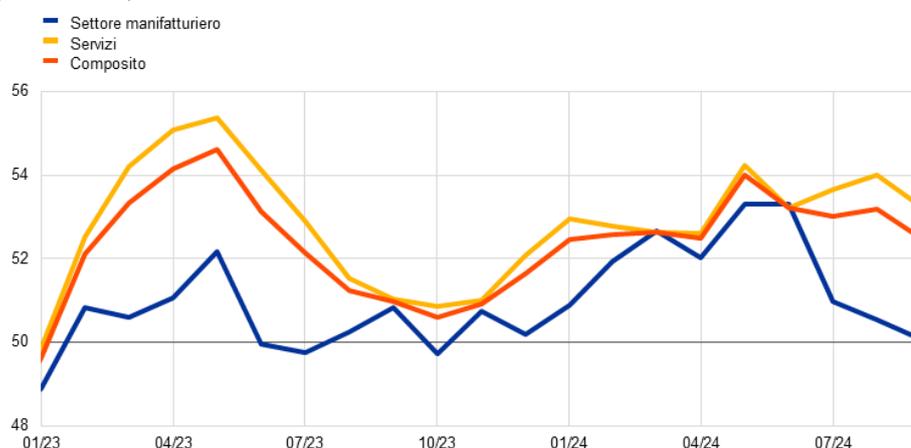
L'attività economica mondiale è rimasta stabile, seppur in modo disomogeneo tra i vari settori. I risultati delle indagini indicano diversi livelli di attività nei servizi e nella manifattura, in cui si è osservato un calo della domanda dovuto all'anticipazione degli ordinativi in precedenza durante l'anno. Tale rallentamento della domanda ha pesato anche sull'interscambio di beni, che a sua volta ha contribuito a una ulteriore normalizzazione dei costi di trasporto. L'inflazione continua a moderarsi, ma persistono pressioni sui prezzi dei servizi.

L'attività economica mondiale è rimasta stabile, seppur in modo disomogeneo tra i vari settori. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto mondiale, esclusa l'area dell'euro, è rimasto in territorio espansivo a settembre 2024, scendendo a 52,5 da 53,2 ad agosto (cfr. il grafico 1). Tuttavia, le differenze tra settori sono notevolmente aumentate: nel terzo trimestre, nonostante un lieve calo, la componente dei servizi ha continuato a indicare un'espansione, mentre l'indice relativo al settore manifatturiero è sceso ulteriormente a 50,5, ben al di sotto della media del secondo trimestre di 52,9. Il calo dell'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera ha interessato tutte le regioni, ma è stato particolarmente evidente in Cina e negli Stati Uniti. I dati delle indagini sono coerenti con quelli effettivi, che mostrano una contrazione nella produzione industriale mondiale dello 0,2 per cento su base mensile a luglio, riflettendo il calo della produzione industriale nelle economie avanzate e dei beni durevoli a livello mondiale. La debolezza del ciclo manifatturiero mondiale sembra essere stata spinta dall'inversione di tendenza nell'accumulo di scorte nella prima metà del 2024. Nel complesso, i modelli di stima corrente della BCE indicano una crescita costante di circa lo 0,9 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre.

Grafico 1

PMI mondiale relativo al prodotto

(indici di diffusione)



Fonti: S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

Il mutamento della domanda di beni manufatti si è riflesso anche in dati sull'interscambio più deboli.

Nella prima metà dell'anno la crescita dell'interscambio mondiale è stata sostenuta da una forte domanda di beni importati, anticipata a causa di timori per le interruzioni delle rotte di trasporto nel Mar Rosso e per i possibili ritardi in vista del periodo delle festività di fine anno. La domanda di importazioni dovrebbe ridursi nuovamente nella seconda metà dell'anno con il venir meno del precedente anticipo degli ordinativi, come indicato anche dai risultati delle indagini. Nel terzo trimestre del 2024 l'indice PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è sceso in territorio negativo, collocandosi a 49,0, il valore più basso osservato dal quarto trimestre del 2023. Nel complesso, tuttavia, la stabilità dell'attività economica mondiale dovrebbe agevolare la crescita dell'interscambio nel terzo e nel quarto trimestre dell'anno. A fronte di un lieve rallentamento dell'interscambio di beni manufatti, i costi del trasporto marittimo hanno continuato a diminuire rispetto ai precedenti picchi. Gli aumenti osservati nel secondo trimestre del 2024 hanno rispecchiato la maggiore domanda, coerente con l'anticipazione delle importazioni all'inizio dell'anno. Ora che tale fenomeno si sta invertendo e la domanda ha rallentato, i costi di trasporto cominciano a normalizzarsi.

Nei paesi dell'OCSE l'inflazione continua a moderarsi, tuttavia persistono pressioni di fondo sui prezzi.

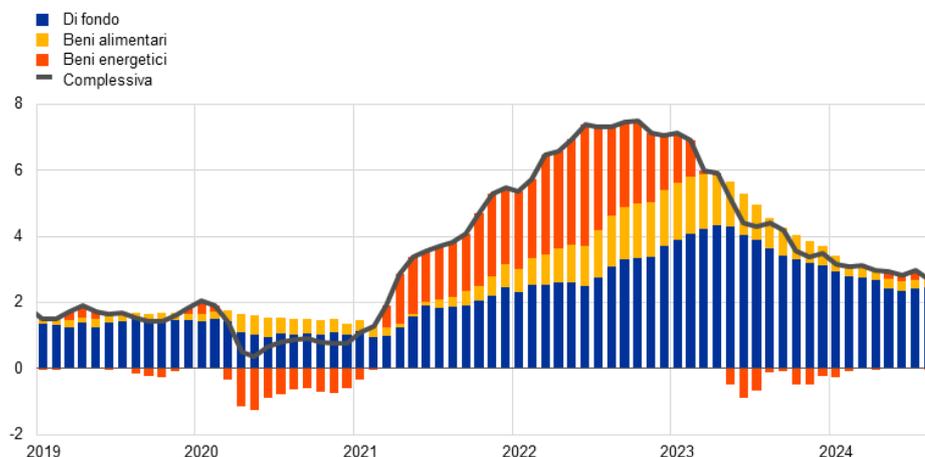
Ad agosto il tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è sceso al 2,7 per cento, dal 3,0 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Il tasso dell'inflazione di fondo nell'area dell'OCSE, calcolato al netto della componente alimentare ed energetica, è rimasto invariato, al 3,2 per cento. Il calo dell'inflazione complessiva è in gran parte riconducibile a una minore inflazione dei beni energetici, mentre i prezzi dei beni alimentari si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Le pressioni di fondo sui prezzi sono sostenute in particolare dall'inflazione dei servizi, che tende a mostrare un ritardo sull'inflazione complessiva maggiore rispetto ad altre componenti come quelle energetica, alimentare e dei beni². L'inflazione dei servizi, a sua volta, è strettamente connessa alla crescita dei salari: con l'atteso allentarsi di quest'ultima nel 2025, in un contesto di raffreddamento del mercato del lavoro, l'inflazione complessiva dovrebbe normalizzarsi ulteriormente.

² Cfr. anche i recenti commenti di Lane, P.R. nell'intervento "[Underlying inflation: an update](#)" tenuto il 24 ottobre 2024 in occasione della conferenza *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024*, organizzata dalla Federal Reserve Bank of Cleveland e dalla BCE.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'IPC nei paesi dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

Dalla riunione di settembre del Consiglio direttivo, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite del 3,0 per cento, sulla scia delle recenti tensioni geopolitiche e di una prima riduzione dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve³. Le principali determinanti dell'aumento dei corsi petroliferi sono state le accresciute tensioni in Medio Oriente, dopo l'attacco missilistico dell'Iran nei confronti di Israele avvenuto il 1° ottobre 2024, e il miglioramento del clima di fiducia nei confronti delle prospettive di crescita, a seguito della riduzione dei tassi da parte della Federal Reserve. Questi fattori si sono affiancati al sostegno al prezzo del petrolio derivante dalla precedente decisione dell'OPEC+ di ritardare gli aumenti di produzione petrolifera. Nonostante ciò, i timori di un rallentamento economico in Cina hanno attenuato parzialmente le spinte al rialzo sui corsi petroliferi. Dalla riunione di settembre del Consiglio direttivo i prezzi del gas in Europa sono saliti del 6,9 per cento. Tale aumento è stato trainato dai timori degli investitori per l'imminente scadenza dell'accordo di transito del gas tra Ucraina e Russia, che il governo ucraino è restio a rinnovare, prevista per la fine dell'anno. Le crescenti tensioni in Medio Oriente e le previsioni di temperature più rigide rispetto alla media hanno ulteriormente alimentato questo innalzamento dei prezzi. Le preoccupazioni relative alle interruzioni dell'approvvigionamento probabilmente continueranno fino a quando la nuova capacità di GNL non sarà operativa, il che è previsto non prima della seconda metà del 2025. I prezzi dei metalli sono aumentati del 7,9 per cento, in parte influenzati dalla riduzione dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve. Nel contempo, i beni alimentari hanno subito un rialzo del 3,8 per cento, principalmente a causa della siccità in Brasile.

Negli Stati Uniti l'attività economica si sta moderando, ma continua a crescere a passo elevato e intenso. Nel secondo trimestre del 2024 il PIL in termini reali ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto, pari allo 0,7 per cento sul periodo

³ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 16 ottobre 2024.

precedente. Le scorte e il vigore della spesa per consumi hanno continuato a dare impulso all'attività, nonostante abbiano subito una notevole moderazione a partire dalla seconda metà del 2023. Il mercato del lavoro statunitense continua a raffreddarsi, ma resta complessivamente in buone condizioni: negli ultimi tre mesi l'incremento dei posti di lavoro nei settori non agricoli è stato in media pari a 116.000 unità al mese, in calo rispetto alla media mensile di 202.000 del 2023. A settembre il tasso di disoccupazione si è allentato al 4,1 per cento rispetto al 4,2 di agosto, ma è complessivamente aumentato nel 2024 dal 3,7 per cento di inizio anno. Al contempo, anche il rapporto tra posti di lavoro vacanti e disoccupati è ora sceso ai livelli antecedenti la pandemia. Nel secondo trimestre del 2024 la crescita dei salari è rallentata al 3,9 per cento sui dodici mesi, rimanendo tuttavia al di sopra dell'intervallo tra il 3 e il 3,5 per cento che la Federal Reserve ritiene coerente con il proprio obiettivo di inflazione. A settembre l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 2,4 per cento, mentre quella di fondo è salita lievemente al 3,3 per cento, dal 3,2 di agosto. Persiste l'inflazione della componente abitativa, sebbene ci si attenda un'ulteriore normalizzazione nei prossimi mesi. Nella riunione di settembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di abbassare di 50 punti base il tasso sui federal funds, in virtù dei progressi compiuti in termini di rialzo dei prezzi e rischi bilanciati rispetto ai suoi obiettivi di occupazione e di inflazione. Rispetto alle proiezioni del FOMC di giugno, nell'esercizio di settembre la previsione mediana del tasso sui Federal Fund è stata rivista al ribasso di 75 punti base per il periodo 2024-2025 e di 25 punti base per il 2026.

La dinamica della crescita economica cinese resta debole. Negli ultimi mesi il clima di scarsa fiducia dei consumatori ha amplificato il rallentamento delle vendite al dettaglio, in particolare nel settore automobilistico. Gli investimenti in infrastrutture hanno subito un marcato rallentamento, a causa dei maggiori vincoli finanziari a livello delle amministrazioni locali, mentre il mercato immobiliare continua a frenare in misura significativa l'attività complessiva. Nonostante i primi segnali di stabilizzazione nelle vendite e costruzioni di nuove abitazioni e negli investimenti in fondi di sviluppo immobiliare, i prezzi degli immobili, nuovi e già esistenti, continuano a diminuire e gli stock di unità abitative invendute rimangono elevati. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha risposto a settembre introducendo il pacchetto di misure di stimolo più significativo dalla pandemia, che comprende una riduzione di 20 punti base del tasso di riferimento sui pronti contro termine principali (a sette giorni), portandolo all'1,5 per cento, un taglio di 50 punti base dell'aliquota della riserva obbligatoria, un programma ampliato di rifinanziamento e una riduzione di 50 punti base dei tassi sui mutui esistenti. L'impatto di questo pacchetto, tuttavia, è incerto, in quanto potrebbe non affrontare pienamente i problemi sottostanti, quali le deboli aspettative di reddito e le preoccupazioni relative al completamento delle abitazioni. A ottobre il ministero delle finanze ha annunciato piani per un ulteriore stimolo fiscale, volto a sostenere i consumi delle famiglie e a stabilizzare il mercato immobiliare, sebbene i dettagli non siano ancora chiari al momento. Nel complesso, i responsabili delle politiche stanno segnalando serie preoccupazioni circa il rallentamento dell'economia e una maggiore probabilità di mancare l'obiettivo di un tasso di crescita del 5 per cento per il 2024.

L'attività economica nel Regno Unito ha rallentato, mentre effetti base hanno fatto salire l'inflazione di fondo. A luglio l'economia del Regno Unito ha registrato un secondo mese consecutivo di crescita nulla del PIL che, se non soggetto a correzioni, implica un tasso di crescita trimestrale di appena lo 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2024. Di conseguenza, la Bank of England ha rivisto al ribasso, allo 0,3 per cento, le previsioni di crescita per il terzo trimestre. Nonostante la debolezza dei dati relativi al mese di luglio, gli indicatori che includono il PMI composito e il clima di fiducia delle imprese rimangono positivi, sostenuti dal vigore delle vendite al dettaglio e dall'aumento dei salari reali. Tuttavia, il clima di fiducia dei consumatori ha registrato un calo a settembre. Il governo presenterà il piano di bilancio a ottobre, per cui ci sono forti aspettative di un aumento della pressione fiscale. Nella seconda metà del 2024 la crescita dovrebbe essere modesta a causa delle restrittive politiche monetaria e di bilancio. Ad agosto l'inflazione complessiva è rimasta al 2,2 per cento, mentre quella di fondo è salita al 3,6 per cento, trainata dalla componente dei servizi. Nella riunione di settembre la Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 5,0 per cento e ha deciso di non modificare il ritmo dell'inasprimento quantitativo, continuando a ridurre le consistenze di obbligazioni di 100 miliardi di sterline nel corso del prossimo anno, principalmente attraverso attività in scadenza.

2 Attività economica

Il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto a un ritmo modesto nella prima metà del 2024, dopo una sostanziale stagnazione nel corso del 2023. Nel terzo trimestre dell'anno, tuttavia, è probabile che l'attività abbia registrato un andamento più debole rispetto alle attese. In tutti i settori, i dati più recenti segnalano la perdurante debolezza dell'attività manifatturiera, a seguito di una bassa domanda di beni, delle perdite di competitività e dell'aumento dei costi di regolamentazione. L'attività nel settore dei servizi, sostenuta da una vigorosa stagione turistica estiva, continua a espandersi, ma i dati più recenti indicano una crescita più lenta. Per quanto riguarda le componenti della domanda, gli investimenti delle imprese rimangono modesti, in un contesto caratterizzato da un'elevata incertezza e dagli effetti persistenti del precedente inasprimento della politica monetaria. Continuano a diminuire gli investimenti in edilizia residenziale. Sebbene i redditi siano cresciuti nel secondo trimestre, le famiglie hanno ridotto i consumi, contrariamente alle aspettative. Tuttavia, i risultati delle indagini recenti indicano una graduale ripresa della spesa delle famiglie⁴. In prospettiva, l'economia dovrebbe rafforzarsi nel tempo, poiché l'aumento dei redditi reali consentirà alle famiglie di effettuare maggiori consumi. Il graduale venir meno degli effetti della politica monetaria restrittiva dovrebbe sostenere consumi e investimenti mentre, con l'aumento della domanda mondiale, le esportazioni dovrebbero contribuire alla ripresa.

L'economia dell'area dell'euro è cresciuta a un ritmo modesto nella prima metà del 2024, dopo una sostanziale stagnazione nei trimestri precedenti (cfr. il grafico 3). Nel primo trimestre del 2024, la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, per poi decelerare allo 0,2 nel secondo trimestre a causa del rallentamento della domanda interna privata. I servizi hanno continuato a trainare tale modesta espansione, mentre l'attività manifatturiera è rimasta debole. Inoltre, le dinamiche di crescita nel secondo trimestre sono state disomogenee tra le maggiori economie dell'area dell'euro: il PIL è aumentato dell'1,0 per cento nei Paesi Bassi, dello 0,8 in Spagna e dello 0,2 in Francia e Italia, mentre è diminuito dello 0,1 per cento in Germania.

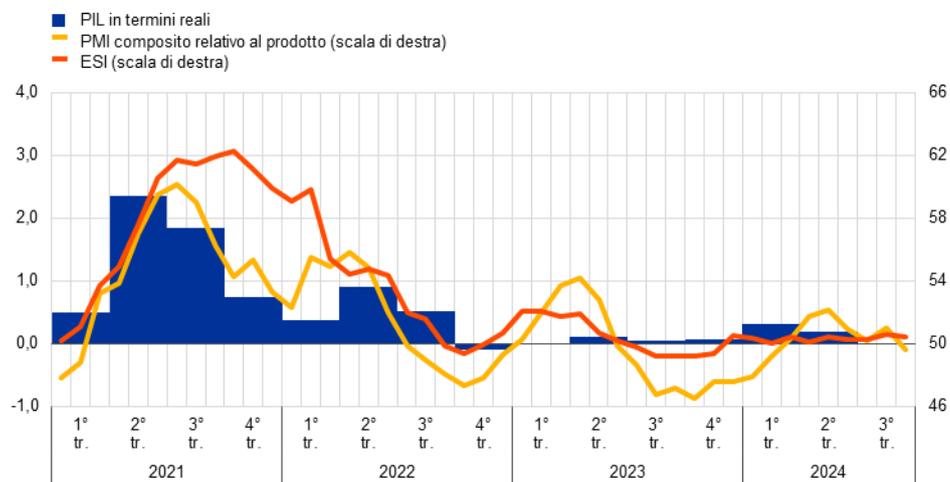
I dati disponibili suggeriscono ancora un indebolimento dell'economia verso la fine del terzo trimestre del 2024. A settembre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è sceso, portando l'indicatore medio per il terzo trimestre al valore soglia di 50 punti, a indicare che l'economia dell'area dell'euro è sostanzialmente in stagnazione.

⁴ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 16 ottobre 2024, ad eccezione di quelli relativi allo IAPC, aggiornati al 17 ottobre. Secondo la stima aggiornata dell'Eurostat relativa ai conti nazionali dell'area dell'euro, pubblicata il 18 ottobre, la crescita dei consumi privati per il secondo trimestre del 2024 è stata rivista al rialzo ed è ora positiva (0,1 per cento).

Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat, Commissione europea e S&P Global.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per il PIL in termini reali e a settembre 2024 per il PMI composito relativo al prodotto e l'ESI.

La crescita modesta dell'economia riflette il protrarsi del declino dell'attività manifatturiera, con il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero dell'area dell'euro su valori coerenti con una contrazione dell'attività a partire da aprile 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 4). La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è stata particolarmente volatile durante i mesi estivi. Nei mesi di luglio e agosto è aumentata in media dello 0,3 per cento rispetto al secondo

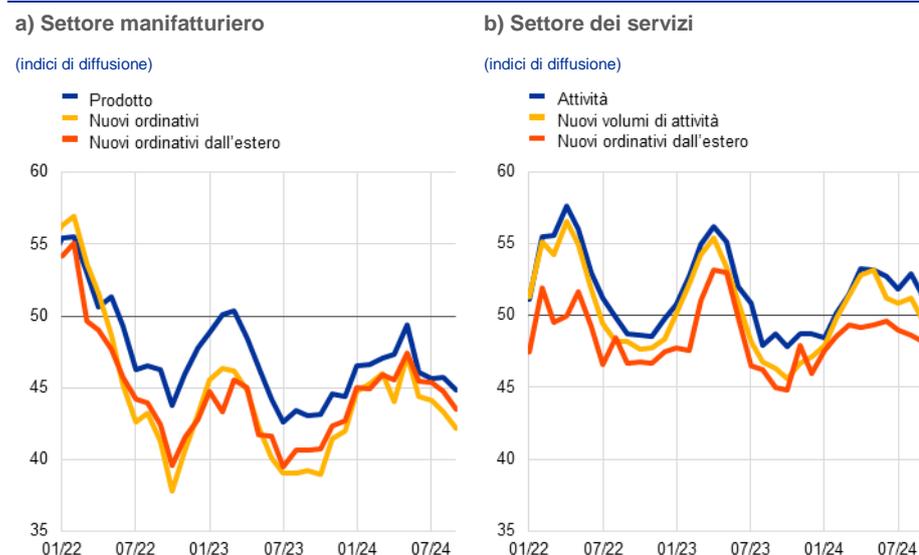
trimestre del 2024, ma rimane a un livello basso. In prospettiva, gli indici PMI relativi ai nuovi ordinativi e all'attività manifatturiera futura sono diminuiti ulteriormente a settembre, segnalando il perdurante deterioramento delle condizioni operative del settore. Nello stesso mese, anche l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea ha mostrato un calo pronunciato del clima di fiducia delle imprese industriali. Mentre i vincoli dal lato dell'offerta si sono allentati, la debolezza della domanda è diventata il principale fattore avverso per i produttori europei. Ciò è stato confermato dai riscontri ricevuti, a settembre, dai contatti societari della BCE, i quali hanno anche sottolineato i crescenti timori per la transizione verde, la competitività e l'incertezza politica a livello mondiale (cfr. il riquadro 4). Tali fattori, secondo gli intervistati, hanno frenato gli investimenti e il clima di fiducia.

L'attività nel settore dei servizi ha continuato a espandersi, sebbene a un ritmo più lento. Dopo l'impulso temporaneo fornito ad agosto 2024 dalle Olimpiadi di Parigi, a settembre l'indice PMI per l'attività nel settore dei servizi è diminuito nuovamente (cfr. il pannello b) del grafico 4), suggerendo una modesta espansione, in media, nel corso del terzo trimestre (52,1). Ciò è in linea con la dinamica ancora vigorosa dei servizi ad alto livello di interazione, segnalata dai contatti con le imprese, di riflesso alla robusta domanda di servizi turistici da parte dei consumatori, mentre altri servizi hanno risentito maggiormente dell'elevata incertezza.

A settembre l'ESI per il settore dei servizi ha continuato a evidenziare una buona capacità di tenuta e, sebbene il PMI relativo alle aspettative delle imprese per l'attività nel settore dei servizi nei prossimi dodici mesi abbia segnato una tendenza al ribasso da maggio, è rimasto ben al di sopra di 50.

Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



Fonte: S&P Global Market Intelligence.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

Il tasso di disoccupazione si mantiene basso, mentre emergono segnali di rallentamento nel mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,4 per cento ad agosto, invariato da luglio: il livello più basso dall'introduzione dell'euro (cfr. il grafico 5). Tuttavia, continuano a emergere segnali di raffreddamento nel mercato del lavoro. La crescita delle forze di lavoro, che ha costituito una determinante fondamentale della dinamica dell'occupazione nel periodo successivo alla pandemia, ha continuato a diminuire mentre le forze di lavoro implicite sono rimaste costanti tra luglio e agosto⁵. Nel contempo, la domanda di lavoro si sta attenuando. Il tasso di posti di lavoro disponibili negli annunci pubblicati sul sito Internet Indeed, una misura della quota di posti vacanti nell'area dell'euro, ha continuato a diminuire ad agosto, toccando il livello più basso da settembre 2021⁶.

Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che la flessione del mercato del lavoro continuerà nel terzo trimestre. L'indicatore mensile del PMI composito relativo all'occupazione è sceso da 49,9 ad agosto a 49,7 a settembre, rimanendo intorno alla soglia neutra di 50 punti nel terzo trimestre del 2024 (cfr. il grafico 5). Il deterioramento delle percezioni riguardanti la crescita dell'occupazione è stato determinato dal settore manifatturiero, che a settembre ha registrato un'ulteriore contrazione. Il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi era ancora in fase

⁵ Il dato relativo alle forze di lavoro implicite è desunto dal tasso di disoccupazione mensile e dal numero di disoccupati.

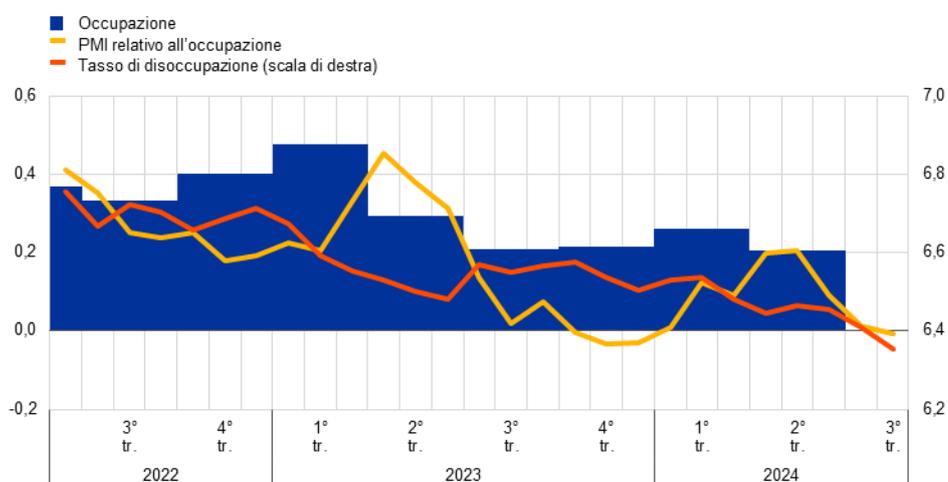
⁶ Il tasso di posti di lavoro vacanti è definito come il rapporto tra il numero dei posti vacanti e del numero di lavoratori occupati.

espansiva (51,0), pur rimanendo ben al di sotto dei livelli registrati nella prima parte dell'anno. Le evidenze di prospettive modeste per l'occupazione fornite dagli indici PMI sono in linea con i risultati dei recenti contatti della BCE con le società non finanziarie (cfr. il riquadro 4). Nel complesso, la più debole dinamica dell'occupazione dovrebbe sostenere una graduale ripresa della produttività del lavoro nel periodo a venire.

Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per l'occupazione, a settembre 2024 per il PMI relativo all'occupazione e ad agosto 2024 per il tasso di disoccupazione.

I consumi privati in termini reali sono rimasti deboli nel secondo trimestre del 2024, ma le indagini suggeriscono un rafforzamento della dinamica di spesa delle famiglie nel breve periodo.

Sebbene i redditi siano cresciuti nel secondo trimestre, le famiglie hanno ridotto i consumi, contrariamente alle aspettative. Il tasso di risparmio delle famiglie è salito al 15,7 per cento in presenza di un clima di fiducia dei consumatori ancora modesto, dell'elevata incertezza, delle condizioni di finanziamento restrittive e della debolezza dell'indebitamento.

La debolezza dei consumi nel secondo trimestre ha rispecchiato un calo dei beni non durevoli (cfr. il pannello a) del grafico 6), soprattutto dei beni alimentari ed energetici, che hanno risentito maggiormente dell'impennata dell'inflazione nel periodo 2022-2023. L'ulteriore moderazione dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici nel terzo trimestre del 2024, unita al graduale adeguamento della spesa delle famiglie all'aumento del potere d'acquisto, suggerisce che il consumo di beni è probabilmente migliorato nel corso dei mesi estivi. Ciò è implicito anche in un lieve incremento del commercio al dettaglio ad agosto. Sebbene le aspettative nei vari settori siano rimaste moderate a settembre, le indagini suggeriscono un rafforzamento della crescita della spesa delle famiglie. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea, pur rimanendo modesto, principalmente a causa delle deboli aspettative per l'economia,

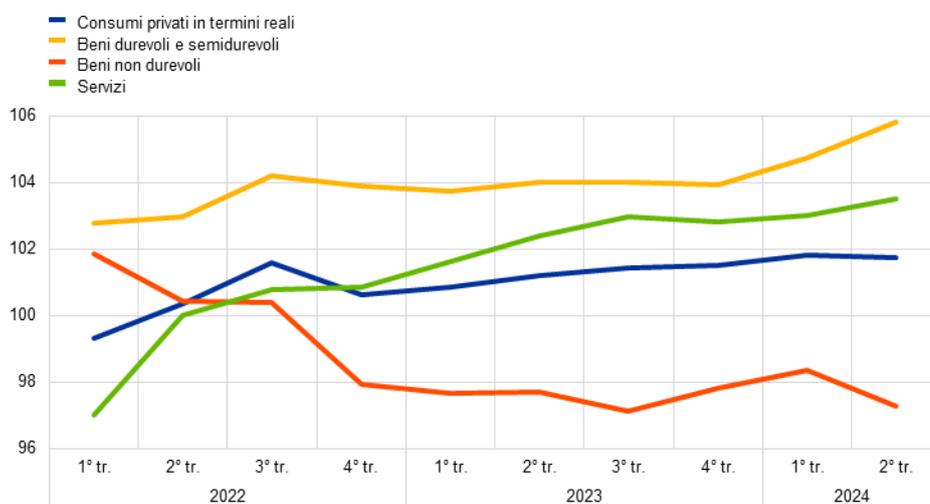
a settembre ha confermato la tendenza al rialzo (cfr. il pannello b) del grafico 6). Le aspettative delle imprese circa la domanda di servizi ad alto livello di interazione nei prossimi tre mesi sono diminuite, pur rimanendo elevate in una prospettiva storica. Allo stesso tempo, le aspettative del commercio al dettaglio per i prossimi tre mesi hanno continuato a migliorare, avvicinandosi alla media precedente la pandemia. Infine, a settembre, le aspettative dei consumatori circa gli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi si sono ridimensionate, pur rimanendo in linea con la media antecedente la pandemia.

Grafico 6

Consumi privati in termini reali, clima di fiducia dei consumatori e aspettative

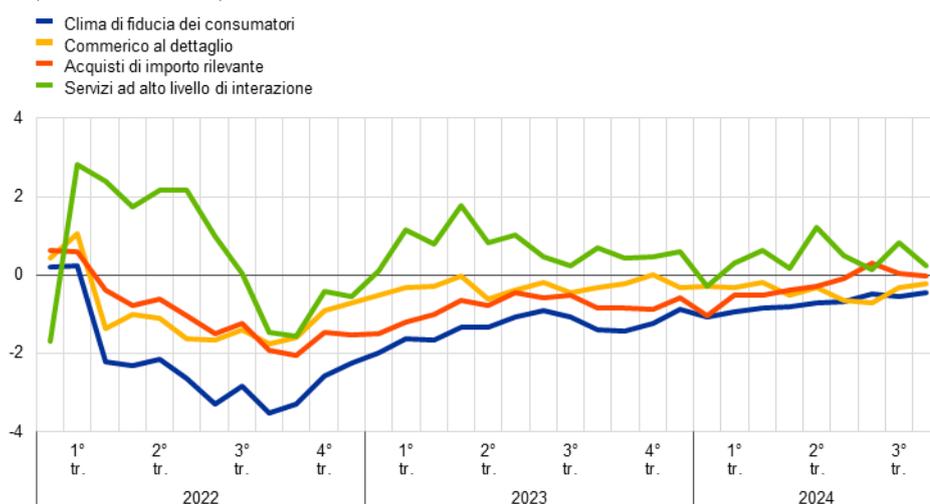
a) Consumi privati in termini reali e relative componenti

(indici: 4° trim. 2019 = 100)



b) Clima di fiducia dei consumatori e aspettative

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la voce "Consumi privati in termini reali" si riferisce al concetto nazionale di consumo e le componenti si riferiscono a quello interno. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024. Nel pannello b) le aspettative delle imprese relative alla domanda di servizi ad alto livello di interazione e quelle relative al commercio al dettaglio si riferiscono ai tre mesi successivi, mentre le aspettative dei consumatori relative agli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la prima serie è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, mentre le altre tre serie nel grafico sono standardizzate sul periodo 1999-2019. La voce "Servizi ad alto livello di interazione" comprende i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

La crescita degli investimenti delle imprese è stata contenuta nel secondo trimestre del 2024 e dovrebbe rallentare nel breve periodo. Dopo essere

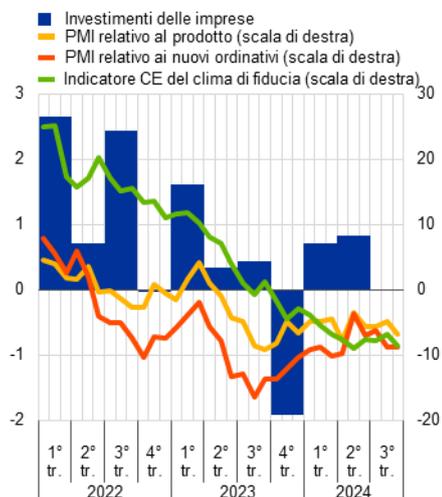
aumentata dello 0,7 per cento nel secondo trimestre del 2024 sul periodo precedente, la crescita degli investimenti delle imprese (al netto della componente volatile relativa alle attività immateriali irlandesi) è stata probabilmente modesta nel terzo trimestre dell'anno, stando agli indicatori di breve periodo per il settore dei beni di investimento (cfr. il pannello a) del grafico 7). Il PMI relativo al prodotto e l'indicatore del clima di fiducia per il settore elaborato dalla Commissione europea fino a settembre si sono sostanzialmente stabilizzati negli ultimi mesi e il PMI relativo ai nuovi ordinativi è diminuito. Dall'inizio del ciclo di inasprimento della politica monetaria, alla fine del 2021, la dinamica degli investimenti è stata eterogenea a seconda delle categorie di investimento. Nel complesso, gli investimenti cumulati in macchinari e attrezzature hanno subito una contrazione in questo periodo, mentre le attività immateriali hanno continuato a crescere. I risultati dell'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie a settembre segnalano una crescente incertezza circa la transizione verde e timori per la competitività, che stanno causando una battuta d'arresto dei nuovi investimenti in macchinari e attrezzature. Le società interpellate hanno inoltre segnalato una domanda estera e interna più debole rispetto a tre mesi fa, in un contesto di elevata incertezza (geo)politica e normativa, oltre agli elevati costi di energia e salari, che gravano sugli investimenti (cfr. il riquadro 4). Tuttavia, le imprese hanno anche segnalato un certo sostegno alla domanda in generale, derivante dall'atteso calo di inflazione e tassi di interesse, che in ultima istanza dovrebbe beneficiare gli investimenti. Nel complesso, la debole crescita della domanda, unita all'assorbimento incompleto dei fondi di Next Generation EU e alla lenta attuazione dei piani di investimento verdi e digitali, potrebbe ritardare la graduale accelerazione prevista degli investimenti delle imprese.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti privati in termini reali e dati delle indagini

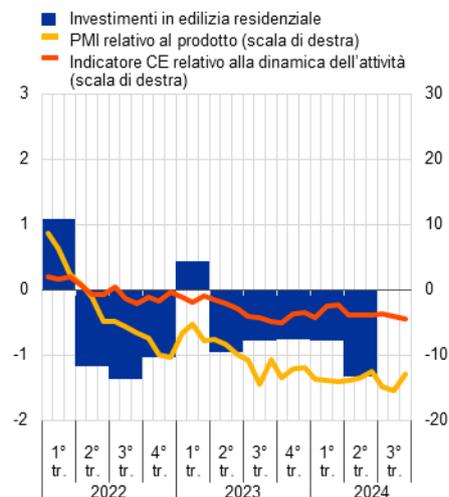
a) Investimenti delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indici di diffusione e saldi percentuali)



b) Investimenti in edilizia residenziale

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; indice di diffusione e saldi percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea (CE), S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) la voce "Investimenti delle imprese" si riferisce agli investimenti diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. I dati mensili rappresentano il settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese e a settembre 2024 per il PMI e per l'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione espressa dal settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione circa l'andamento dell'attività nei tre mesi precedenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale e a settembre 2024 per il PMI e per l'indicatore della Commissione europea.

Nel secondo trimestre del 2024 e, molto probabilmente, anche nel terzo

trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti (cfr. il pannello b) del grafico 7).

Nel secondo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dell'1,3 per cento sul periodo precedente, poiché il venir meno degli effetti una tantum favorevoli riconducibili alle miti condizioni meteorologiche in Germania e agli ingenti incentivi fiscali in Italia ha esacerbato la dinamica negativa della domanda di abitazioni. Inoltre, le concessioni edilizie si sono mantenute su livelli storicamente bassi nel secondo trimestre, a indicare che le pressioni derivanti dai progetti in corso di realizzazione sono state limitate. Le misure dell'attività desunte dalle indagini, come il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per l'attività nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione negli ultimi tre mesi, sono rimaste modeste fino a settembre. Nel complesso tali andamenti suggeriscono che gli investimenti in edilizia residenziale sono probabilmente diminuiti nel terzo trimestre. In prospettiva, le recenti indagini della BCE segnalano un rallentamento del ritmo di contrazione nei prossimi trimestri. Nell'indagine di agosto sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), le attese delle famiglie riguardanti il mercato degli immobili residenziali sono notevolmente migliorate, come emerge dalla maggiore appetibilità degli investimenti in abitazioni. Nei contatti della BCE con le imprese a settembre il settore delle costruzioni ha segnalato una perdurante debolezza dell'attività, ma si attendeva una ripresa nel 2025. Nell'indagine di ottobre sul credito bancario sono state espresse aspettative circa il proseguire del miglioramento della dinamica dei

criteri per la concessione del credito e della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. la sezione 5 *Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi*).

A luglio 2024 le esportazioni dell'area dell'euro hanno subito una contrazione, nonostante la crescita delle importazioni mondiali. A settembre gli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero hanno continuato a registrare un marcato calo, mentre anche il settore dei servizi è entrato in territorio negativo. Il rallentamento nella crescita delle esportazioni riflette il protrarsi di una più ampia tendenza al calo delle quote di mercato dell'area dell'euro, a fronte di persistenti problemi di competitività per i produttori dell'area e di una crescente concorrenza da parte della Cina. Nel contempo, a luglio, le importazioni si sono ridotte dell'1,1 per cento su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, in un contesto di stagnazione dei consumi interni.

Nel complesso, ci si attende che l'attività dell'area si rafforzi col passare del tempo. Le prospettive economiche rimangono avvolte dall'incertezza, con rischi al ribasso determinati dalle tensioni geopolitiche e commerciali. Tuttavia, permangono i fattori che sostengono una ripresa nel medio termine: i redditi reali sono in aumento, il mercato del lavoro, sebbene in rallentamento, continua a mostrare una buona tenuta e si prevede che l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria osservato in passato diminuisca, rafforzando i consumi e gli investimenti in futuro. Con l'aumento della domanda mondiale, anche le esportazioni dovrebbero contribuire alla ripresa.

3 Prezzi e costi

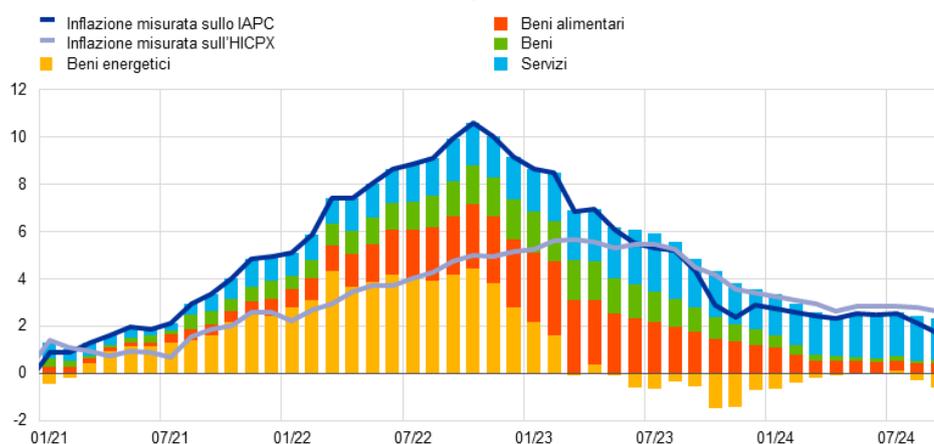
Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva è scesa all'1,7 per cento a settembre 2024, il livello più basso da aprile 2021. Gran parte della flessione, dal 2,2 per cento di agosto, è riconducibile al calo dei prezzi dell'energia, sebbene anche l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari sia lievemente scesa a settembre, raggiungendo il 2,7 per cento. Le misure dell'inflazione di fondo sono di recente diminuite o sono rimaste stabili, mentre quella dell'inflazione interna rimane elevata, sospinta dai salari che continuano a crescere a ritmo sostenuto. Tuttavia, le pressioni sul costo del lavoro sono complessivamente diminuite e dovrebbero continuare ad attenuarsi gradualmente, in un contesto in cui i profitti ne mitigano parzialmente l'impatto sull'inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente invariate, collocandosi attorno al 2 per cento, mentre quelle delle aspettative a più breve termine sono diminuite.

Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è scesa all'1,7 per cento a settembre, dal 2,2 di agosto (cfr. il grafico 8). Il calo è per lo più riconducibile al contributo più contenuto dell'inflazione dei beni energetici e, in misura minore, alla moderazione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Sebbene sia previsto un ulteriore lieve aumento dell'inflazione complessiva fino alla fine dell'anno, determinato dagli effetti base al rialzo sulla componente energetica, i più recenti prezzi a pronti e dei contratti future per le materie prime energetiche indicano prospettive a breve termine per l'inflazione complessiva inferiori a quanto previsto nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" si riferisce ai beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

L'inflazione dei beni energetici è diminuita significativamente, dal -3,0 per cento di agosto al -6,1 per cento a settembre. Il calo è da ricondurre principalmente ai tassi di variazione più contenuti dei prezzi dei carburanti e

dell'elettricità, mentre il tasso di crescita dei prezzi del gas sui dodici mesi è aumentato. I minori tassi di variazione della componente energetica dell'inflazione riflettono un effetto base al ribasso dovuto a un rincaro significativo dei prezzi dell'energia osservato a settembre 2023, nonché una recente flessione delle quotazioni del greggio e un brusco calo dei margini di raffinazione della benzina.

L'inflazione dei beni alimentari è lievemente aumentata al 2,4 per cento a settembre dal 2,3 di agosto. L'aumento è dovuto al più elevato tasso di inflazione dei beni alimentari non trasformati (1,6 per cento a settembre rispetto all'1,1 di agosto), mentre l'inflazione dei beni alimentari trasformati è lievemente diminuita al 2,6 per cento a settembre dal 2,7 di agosto. L'aumento del tasso di inflazione sui dodici mesi dei beni alimentari non trasformati è collegato a un aumento sul mese precedente più marcato del solito dei prezzi di tali beni, in particolare della frutta, che potrebbe in parte riflettere alcuni effetti meteorologici sfavorevoli.

A settembre l'inflazione misurata sull'HICPX si è lievemente ridotta al 2,7 per cento, dal 2,8 di agosto. Ciò riflette un tasso leggermente più contenuto dell'inflazione dei servizi, che a settembre si è collocata al 3,9 per cento dal 4,1 di agosto. Essa oscilla attorno al 4,0 per cento da novembre 2023, ma gli ultimi andamenti su base mensile indicano un rallentamento di tale dinamica. Il calo è stato determinato principalmente dal minore tasso sui dodici mesi dei prezzi dei servizi di trasporto, comunicazione e ristorazione. A settembre l'inflazione dei beni industriali non energetici è rimasta invariata allo 0,4 per cento, dopo essere scesa dallo 0,7 registrato a luglio. L'andamento osservato riflette la sostanziale stabilità del tasso di inflazione sui dodici mesi per tutte le principali componenti, con i beni durevoli ad aver registrato i tassi più bassi.

Le misure dell'inflazione di fondo hanno mostrato un andamento stabile o sono lievemente diminuite (cfr. il grafico 9). L'intervallo di tali misure ha continuato a ridursi verso la sua media storica: gran parte di queste ha oscillato tra l'1,9 e il 2,8 per cento⁷. A settembre la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti, come lo IAPC al netto di prodotti alimentari non trasformati e beni energetici e lo HICPXX (che si riferisce all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature) e la media troncata del 10 per cento, sono diminuite di 0,1 punti percentuali. Al tempo stesso, la media troncata del 30 per cento è rimasta invariata e la mediana ponderata è lievemente aumentata al 2,4 per cento dal 2,3 di agosto⁸. A settembre la misura dell'inflazione interna, che comprende principalmente voci relative ai servizi, è scesa al 4,3 per cento, il livello più basso da agosto 2022. È rimasta tuttavia elevata, riflettendo l'effetto ritardato della ridefinizione dei prezzi di alcune voci relative ai servizi e l'impatto di una crescita

⁷ Per maggiori informazioni, cfr. Lane, P.R., "Underlying inflation: an update", intervento tenuto in occasione della conferenza congiunta Banca centrale europea, Federal Reserve Bank of Cleveland's Center for Inflation Research "Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024", 24 ottobre 2024.

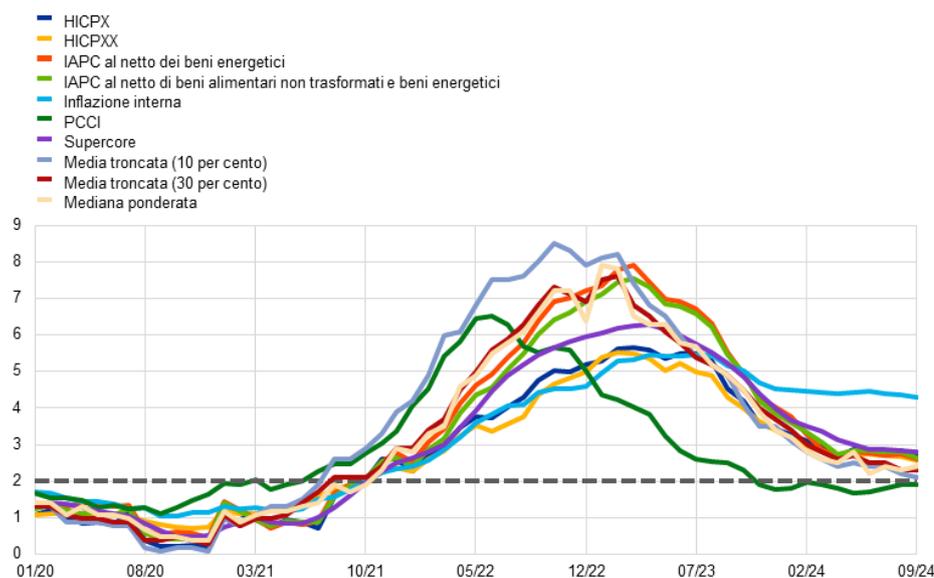
⁸ La media troncata del 10 (30) per cento rimuove, ogni mese, il 5 (15) per cento dei tassi di variazione sui dodici mesi da ciascuna estremità della distribuzione delle 93 variazioni di prezzo nello IAPC e aggrega i tassi di variazione sui dodici mesi utilizzando pesi riscalati. La mediana (ponderata) è un caso estremo di media troncata poiché tronca tutti i valori a esclusione del punto medio (basato su ponderazione) della distribuzione delle variazioni di prezzo. Cfr. anche Silver, M., "Core inflation: Measurement and statistical issues in choosing among alternative measures", *IMF Staff Papers*, vol. 54, n. 1, International Monetary Fund, 2007.

salariale ancora forte. Sia l'indicatore Supercore (che comprende le componenti dello IAPC sensibili al ciclo economico) sia la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) sono rimasti invariati a settembre, collocandosi, rispettivamente, al 2,8 e all'1,9 per cento.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento nel medio periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

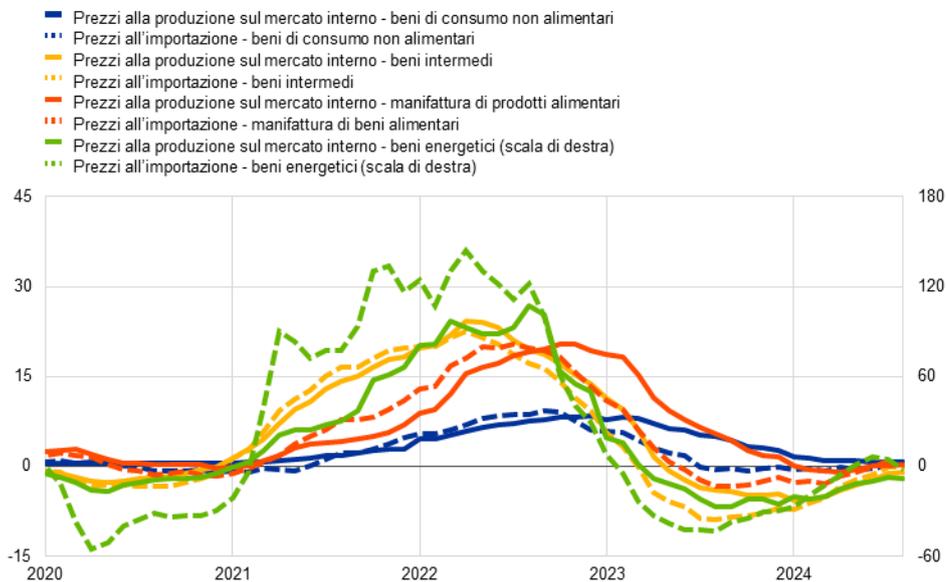
Ad agosto la maggior parte delle misure relative alle spinte inflazionistiche sui beni è rimasta contenuta (cfr. il grafico 10).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno era ancora negativa, ma in misura minore rispetto al mese precedente (-0,8 per cento ad agosto, dal -1,1 di luglio). Nelle fasi successive della catena di formazione dei prezzi, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari sono lievemente scesi allo 0,8 per cento ad agosto, dallo 0,9 di luglio. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni alimentari è salito, nello stesso periodo, dallo 0,1 allo 0,4 per cento, confermando il venir meno del graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche in questo segmento suggerito da indicazioni precedenti. I tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per le categorie dei beni di consumo e dei beni di consumo non alimentari si sono spostati verso l'alto, pur rimanendo nel complesso moderati. Ad agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni energetici è diminuito significativamente al -1,8 per cento dal 5,0 di luglio, suggerendo un nuovo indebolimento delle pressioni inflazionistiche nelle prime fasi della catena di produzione e di formazione dei prezzi.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2024 per i prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari e per i prezzi all'importazione per la manifattura di beni alimentari e ad agosto 2024 per le altre voci.

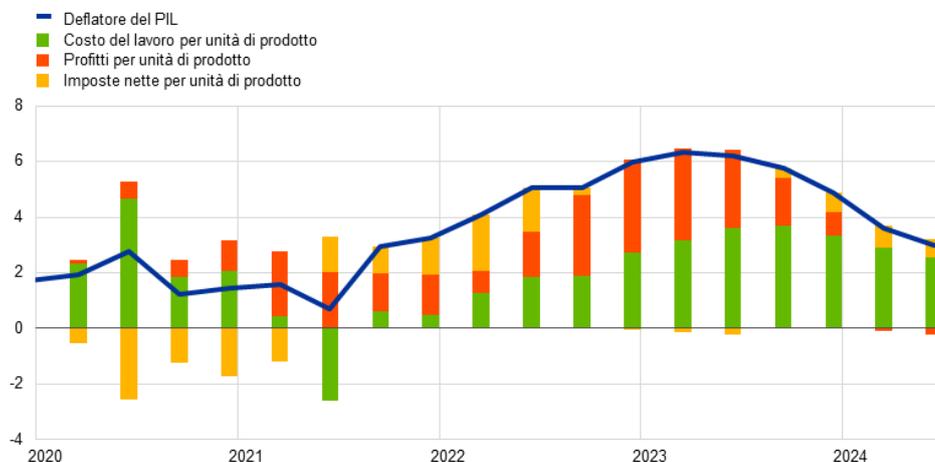
Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono ulteriormente diminuite nel secondo trimestre del 2024, collocandosi al 3,0 per cento dal 3,6 del trimestre precedente (cfr. il grafico 11).

Ciò implica una sostanziale disinflazione dal picco del 6,4 per cento registrato nel primo trimestre del 2023, tuttavia il tasso è rimasto su un livello pari a quasi il doppio della sua media di lungo periodo precedente la pandemia (1,6 per cento). Il calo osservato nel secondo trimestre del 2024 riflette in larga misura il rallentamento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, ma anche una lieve diminuzione della crescita dei profitti unitari. La flessione della crescita del costo del lavoro è stata in gran parte determinata dalla riduzione della crescita salariale. Sebbene i dati sulle retribuzioni contrattuali indichino una certa volatilità della dinamica salariale nella seconda metà dell'anno, la ripresa attesa della crescita della produttività, trainata da fattori ciclici, unita a una componente eccedente i limiti più contenuta, dovrebbe sostenere un'ulteriore moderazione della crescita del costo del lavoro.

Grafico 11

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024. Il reddito per occupato apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini e le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 12). In base all'indagine

presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il quarto trimestre del 2024, la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine è rimasta invariata al 2,0 per cento, così come la mediana delle aspettative di inflazione rilevata nell'edizione di ottobre 2024 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA).

Nel periodo in esame le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono lievemente aumentate, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,2 per cento circa. Tuttavia, al netto delle stime basate su modelli relative ai premi per il rischio di inflazione, gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo.

Le misure ricavate dai mercati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro, in termini di quotazioni dell'inflazione, sono diminuite. Tali misure

suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione superi il 2 per cento nella parte restante dell'anno in corso, per poi attestarsi al di sotto di tale livello nel 2025. Oltre il brevissimo termine, nel periodo in esame il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è rimasto invariato all'1,8 per cento circa. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE a settembre 2024, il tasso mediano di inflazione percepita dalle famiglie nei dodici mesi precedenti è diminuito notevolmente: dal 3,9 per cento di agosto al 3,4 di settembre. Nel contempo, le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il prossimo anno e quelle su un orizzonte di tre anni hanno continuato a diminuire. A settembre le prime sono scese al 2,4 per cento dal 2,7 di agosto, mentre le seconde si sono collocate al 2,1 per cento dal 2,3

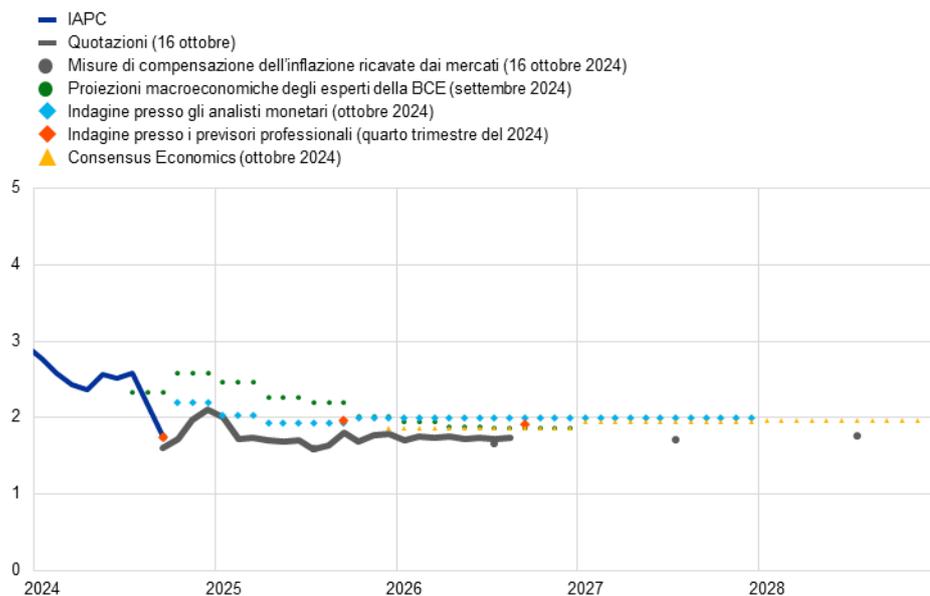
registrato ad agosto. A settembre ha continuato ad aumentare la quota di consumatori che hanno segnalato percezioni e aspettative di inflazione prossima al 2 per cento.

Grafico 12

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

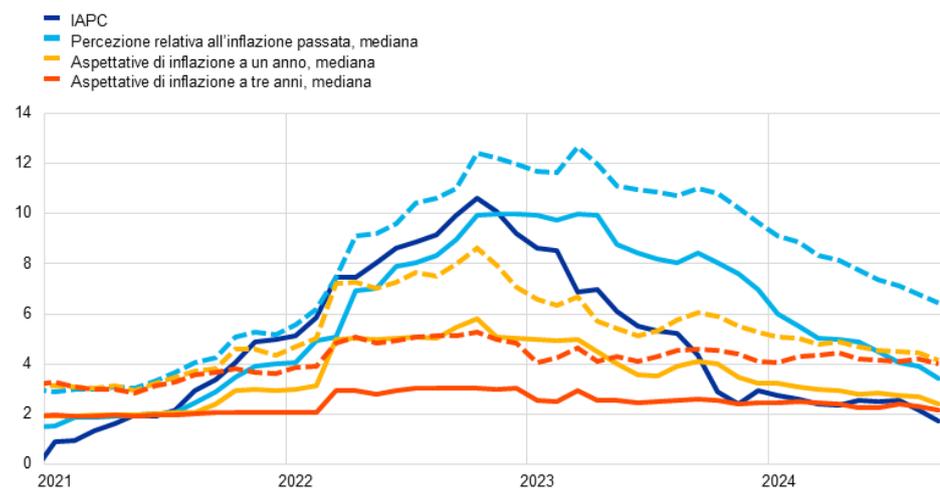
a) Inflazione complessiva, misure delle aspettative di inflazione ricavate dalle indagini, proiezioni di inflazione e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Inflazione complessiva e indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine CES, indagine SPF, indagine SMA, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024*, ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte annuale, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 16 ottobre 2024. Le quotazioni dell'inflazione sono contratti swap collegati a pubblicazioni mensili specifiche dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco. L'indagine SPF relativa al quarto trimestre del 2024 si è svolta tra il 1° e il 3 ottobre 2024. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a ottobre 2024. I dati riportati alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 16 agosto 2024. Nel pannello b) per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

Nel periodo in esame, compreso tra il 12 settembre e il 16 ottobre 2024, i movimenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati influenzati dai dati economici più recenti e dalle revisioni delle aspettative circa l'andamento della politica monetaria. I tassi di interesse a breve termine dell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in esame, in un contesto nel quale gli operatori di mercato hanno previsto un ritmo più rapido di riduzione dei tassi di riferimento nella parte restante del 2024 e all'inizio del 2025. Alla fine del periodo, i tassi a termine incorporavano circa 49 punti base di riduzioni cumulate dei tassi di interesse entro la fine dell'anno, e i mercati hanno quasi interamente incorporato una riduzione dei tassi pari a 25 punti base in occasione della riunione del Consiglio direttivo di ottobre. I tassi di interesse nominali privi di rischio a lungo termine dell'area dell'euro hanno chiuso lievemente in ribasso dopo aver oscillato nel periodo in esame, allorché i dati più recenti per l'area e i timori relativi alle tensioni in Medio Oriente hanno creato incertezza sulle prospettive economiche. I rendimenti dei titoli di Stato sono per la maggior parte diminuiti in linea con la rivalutazione dei tassi privi di rischio. Nel periodo in esame, i prezzi delle attività rischiose sono aumentati e i corsi azionari hanno proseguito la ripresa dopo l'ondata di vendite estiva, in presenza di un aumento della propensione al rischio. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia per le imprese di qualità elevata (investment grade) sia per quelle ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi l'euro si è moderatamente deprezzato sia rispetto al dollaro statunitense sia, benché in misura inferiore, su base ponderata per l'interscambio.

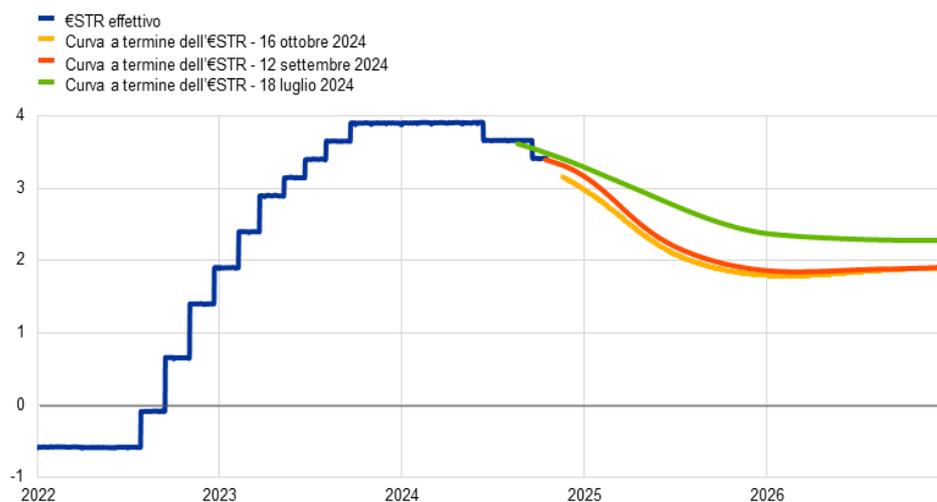
Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre, il segmento a breve della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) si è spostato verso il basso, in quanto gli operatori di mercato si attendono un ritmo più rapido di riduzione dei tassi di riferimento (cfr. il grafico 13). Nel periodo in esame, il tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si è collocato in media al 3,5 per cento, a seguito della decisione del Consiglio direttivo di settembre di ridurre di 25 punti base il tasso sui depositi presso la banca centrale. A settembre il differenziale tra il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e il tasso sui depositi presso la banca centrale è stato ridotto a 15 punti base, in linea con la decisione già annunciata dal Consiglio direttivo il 13 marzo 2024. Tra il 12 settembre e il 16 ottobre la liquidità in eccesso è diminuita di circa 87 miliardi, collocandosi a 2.981 miliardi di euro. Ciò ha rispecchiato principalmente i rimborsi a settembre dei fondi presi in prestito nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e il calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) e reinveste solo in parte il capitale rimborsato nel portafoglio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). Il segmento a breve della curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR si è spostato verso il basso dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, a fronte della pubblicazione di dati macroeconomici più deboli per l'area dell'euro e di aspettative di un allentamento della politica monetaria da parte delle principali banche centrali nel breve periodo. Il 16 ottobre i mercati avevano quasi interamente incorporato un taglio dei tassi pari a 25 punti base dopo la riunione del Consiglio

direttivo di ottobre e si attendevano un'ulteriore riduzione di 25 punti base nella riunione di dicembre. Nel complesso, la curva a termine è passata dall'incorporare circa 33 punti base di riduzioni cumulative dei tassi di interesse nella restante parte del 2024 (dal 12 settembre) all'incorporarne circa 49 (dal 16 ottobre).

Grafico 13

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

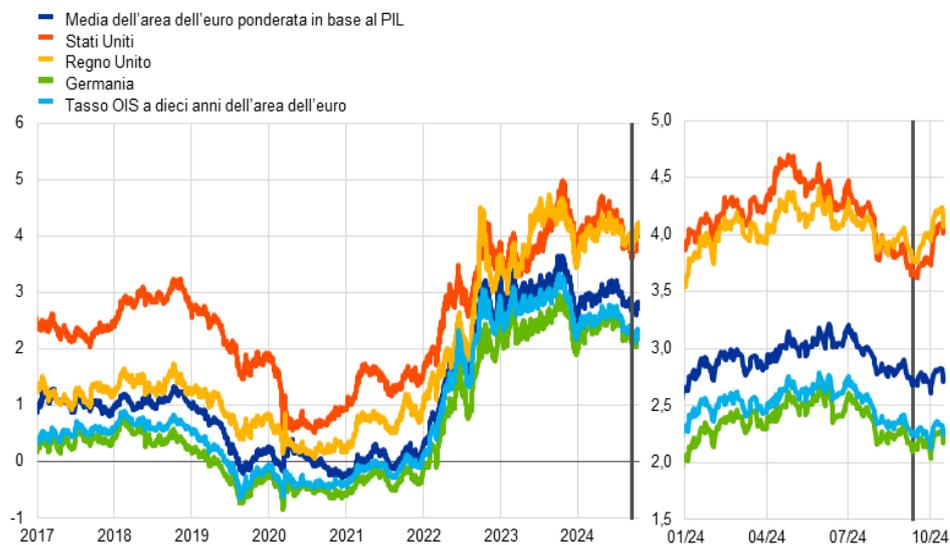
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono lievemente diminuiti dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, a differenza dei tassi omologhi negli Stati Uniti e nel Regno Unito (cfr. il grafico 14). Il tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro è sceso di 3 punti base, al 2,3 per cento circa, dopo aver oscillato nel periodo in esame, allorché i nuovi dati per l'area e i timori per le tensioni in Medio Oriente hanno creato incertezza sulle prospettive economiche. Nell'area dell'euro il lieve calo dei tassi nominali a lungo termine privi di rischio ha rispecchiato le aspettative di mercato circa l'andamento della politica monetaria e fa da contraltare all'aumento dei tassi di interesse privi di rischio negli Stati Uniti. In tale paese i tassi nominali a lungo termine sono aumentati in misura marcata, con un rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni in aumento di 34 punti base, collocandosi al 4,0 per cento. Quest'aumento ha rispecchiato la pubblicazione di dati sul mercato del lavoro statunitense superiori alle attese, l'aumento delle aspettative di inflazione e una correzione delle attese di mercato circa il livello futuro dei tassi di interesse nominali statunitensi su tutte le scadenze. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a lungo termine privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è ampliato di circa 36 punti base. Nel contempo, il rendimento dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è aumentato di 28 punti base, collocandosi al 4,1 per cento.

Grafico 14

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

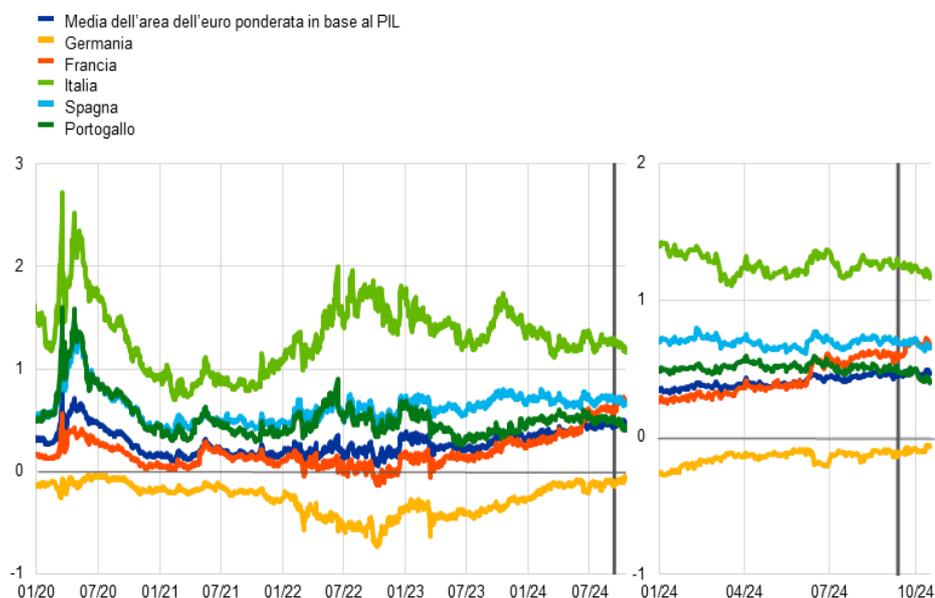
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 ottobre 2024.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono per lo più diminuiti in linea con i tassi privi di rischio (cfr. il grafico 15). Alla fine del periodo in esame, il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro è risultato inferiore di 1 punto base, collocandosi intorno al 2,7 per cento, mentre il differenziale rispetto al tasso OIS è stato superiore di 2 punti base. Solo per il differenziale fra i titoli di Stato decennali francesi e il tasso OIS a dieci anni si è osservato un aumento, pari a 9 punti base nel periodo in esame, in un contesto caratterizzato dall'incertezza circa le prospettive per i conti pubblici della Francia, mentre il differenziale fra i titoli di Stato decennali tedeschi è risultato meno negativo, di 5 punti base, alla fine del periodo in esame. Si è osservata una riduzione dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato per Grecia, Spagna, Italia e Portogallo, con una contrazione compresa tra 5 e 11 punti base in presenza di una maggiore propensione al rischio nei mercati finanziari e di un clima più positivo riguardo ai piani di bilancio per alcuni di questi paesi. Ad esempio, nel periodo in esame Fitch ha alzato l'outlook per il rating del Portogallo (attualmente A-) da stabile a positivo, in quanto prevede una continua riduzione del debito pubblico in percentuale del PIL in quel paese.

Grafico 15

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

(in punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 ottobre 2024.

I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia per le società di qualità più elevata (investment grade) sia per quelle ad alto rendimento (high yield), in linea con l'andamento dei corsi azionari.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie investment grade hanno subito oscillazioni, collocandosi tuttavia, alla fine del periodo in esame, a un livello inferiore di 7 punti base.

I differenziali si sono ridotti sia per le obbligazioni delle società finanziarie sia per quelle non finanziarie, con una contrazione maggiore a carico delle prime.

Analogamente, i differenziali nel segmento ad alto rendimento si sono ridotti di 8 punti base, in un contesto di maggiore propensione al rischio. Nel periodo in esame, le società non finanziarie ad alto rendimento hanno registrato performance superiori rispetto a quelle finanziarie.

I corsi azionari dell'area dell'euro hanno concluso il periodo in esame con un rialzo, in presenza di una ripresa della propensione al rischio (cfr. il grafico 16).

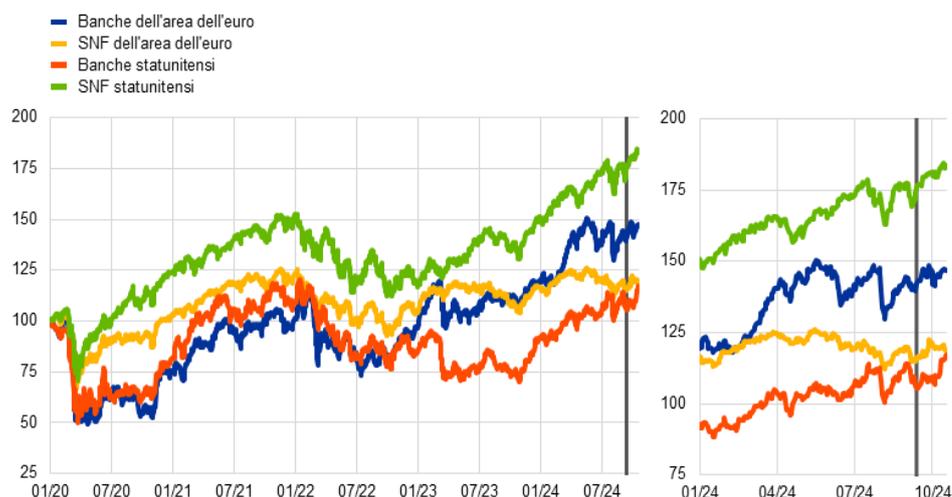
Il rialzo dei corsi azionari dell'area dell'euro ha proseguito la generale tendenza alla ripresa successiva all'ondata di vendite osservata durante l'estate. La propensione al rischio è migliorata nonostante le minori aspettative sugli utili, con un forte contributo del premio per il rischio azionario al rialzo delle quotazioni azionarie. Nel periodo in esame, gli indici generali del mercato azionario nell'area dell'euro sono aumentati del 2,1 per cento, con un incremento delle quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) e delle banche pari, rispettivamente, al 2,1 e al 3,3 per cento. Negli Stati Uniti i titoli azionari sono aumentati più che nell'area dell'euro, poiché la pubblicazione di dati economici migliori del previsto ha alimentato le aspettative di un miglioramento della performance economica statunitense. Nel

periodo in esame, l'indice azionario statunitense complessivo è aumentato del 4,7 per cento, con un rafforzamento delle quotazioni azionarie delle SNF e delle banche pari, rispettivamente, a circa il 4,4 e l'11,1 per cento.

Grafico 16

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 ottobre 2024.

Sui mercati dei cambi l'euro si è moderatamente deprezzato sia rispetto al dollaro statunitense sia, benché in misura minore, su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 17). Le principali valute si sono mantenute entro i

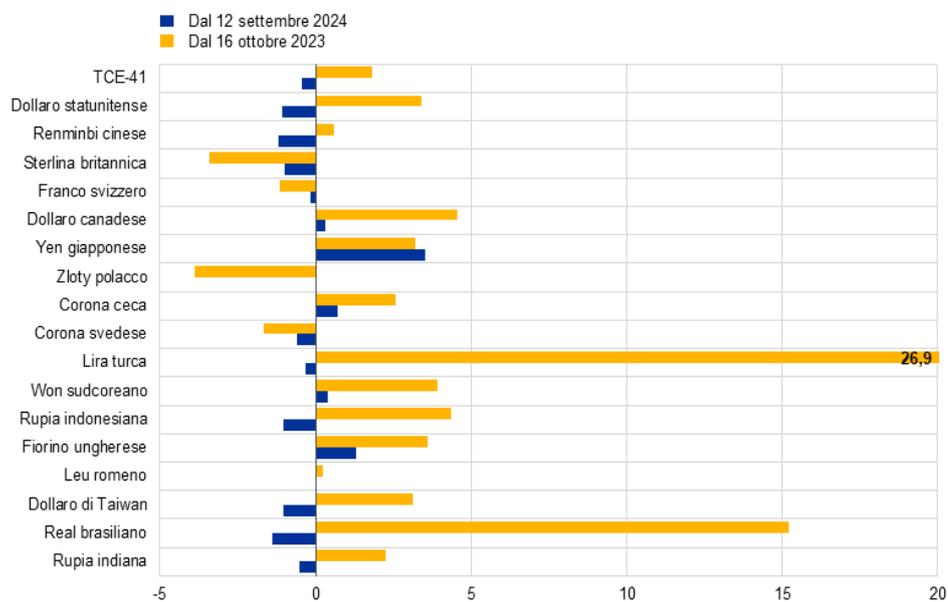
recenti intervalli di oscillazione degli scambi, in un contesto di bassa volatilità.

Nel periodo in esame, il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è leggermente deprezzato, dello 0,4 per cento. Il moderato deprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense (-1,1 per cento) è stato determinato in larga misura da oscillazioni della propensione al rischio a livello mondiale che hanno inciso in misura più ampia sul dollaro, e da dati sulle sorprese economiche, che hanno pesato negativamente sull'euro e sostenuto il dollaro. Dopo un recupero temporaneo, lo yen giapponese ha ripreso a deprezzarsi su base generalizzata, indebolendosi del 3,5 per cento nei confronti dell'euro. L'euro si è deprezzato dell'1,2 per cento nei confronti del renminbi cinese a seguito dell'annuncio di un pacchetto di misure di stimolo in Cina che comprende misure mirate a sostegno del mercato azionario. Si è anche deprezzato nei confronti del franco svizzero (-0,2 per cento), giacché i mercati hanno ridimensionato le aspettative di una riduzione dei tassi da parte della Banca nazionale svizzera nei prossimi mesi, e nei confronti della sterlina britannica (-1,0 per cento), soprattutto a seguito di un'interpretazione dei mercati in chiave lievemente restrittiva della riunione di settembre del Monetary Policy Committee della Bank of England.

Grafico 17

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 16 ottobre 2024.

Dalla riunione di settembre 2024 del Consiglio direttivo della BCE i tassi di interesse di mercato a più breve termine sono diminuiti, soprattutto di riflesso alle indicazioni di un indebolimento dell'economia dell'area dell'euro e all'ulteriore calo dell'inflazione. Benché le condizioni di finanziamento si mantengano restrittive, ad agosto i tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui sono scesi in misura lieve, collocandosi rispettivamente al 5,0 e al 3,7 per cento. Nello stesso mese i costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro e i tassi sui prestiti bancari si sono mantenuti su livelli restrittivi. Il ritmo di crescita dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie ha continuato a essere contenuto, riflettendo gli elevati tassi applicati, la debole espansione economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2024, nel terzo trimestre di quest'anno i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese sono rimasti invariati, dopo oltre due anni consecutivi di irrigidimento, mentre i criteri applicati ai mutui per l'acquisto di abitazioni hanno subito un ulteriore allentamento. La domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata nel terzo trimestre, pur rimanendo nel complesso debole. La domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni ha tuttavia segnato un forte recupero. Nel periodo compreso tra il 12 settembre e il 16 ottobre 2024 il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio è diminuito, in concomitanza con un calo contenuto del tasso di interesse a lungo termine privo di rischio e con una riduzione del premio per il rischio azionario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato a recuperare dai bassi livelli raggiunti; gli afflussi netti dall'estero hanno continuato a fornire il principale contributo alla sua espansione.

I costi di provvista delle banche dell'area dell'euro sono rimasti elevati. Dopo il calo registrato nell'autunno 2023, il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro si è mantenuto stabile su livelli elevati da gennaio 2024, riducendosi solo in misura modesta ad agosto (cfr. il pannello a) del grafico 18). I costi della provvista bancaria hanno continuato a essere elevati a fronte della ricomposizione di questa in favore di fonti più costose, di riflesso al perdurare degli aggiustamenti al contesto di tassi di interesse più elevati e alla graduale riduzione della raccolta di fondi mediante operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Ad agosto i tassi di interesse sui depositi a termine sono diminuiti, mentre quelli sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso sono rimasti sostanzialmente invariati e prossimi al valore massimo del ciclo attuale. I rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 18), che rappresentano una fonte di provvista più costosa rispetto ai depositi, si sono significativamente ridotti nel contesto di un calo del tasso a lungo termine privo di rischio (cfr. la sezione 4).

Nonostante la debolezza del contesto economico e l'accresciuta incertezza, i bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi. Nel secondo trimestre del 2024 le banche hanno continuato a migliorare la propria capitalizzazione, mantenendo coefficienti patrimoniali ben al di sopra dei requisiti di capitale primario di classe 1 (Common Equity Tier 1, CET1). Nel secondo trimestre

la redditività delle banche è rimasta elevata, sospinta da un ingente reddito da tassi di interesse e accantonamenti per perdite di valore relativamente contenuti. I crediti deteriorati sono rimasti sostanzialmente stabili sui bassi livelli osservati nel primo trimestre di quest'anno. La quota di crediti che hanno subito un significativo deterioramento (classificati nello stadio 2), soprattutto per le piccole imprese, è lievemente cresciuta sull'anno precedente, indicando per le banche un peggioramento della qualità degli attivi e maggiori costi per accantonamenti in futuro.

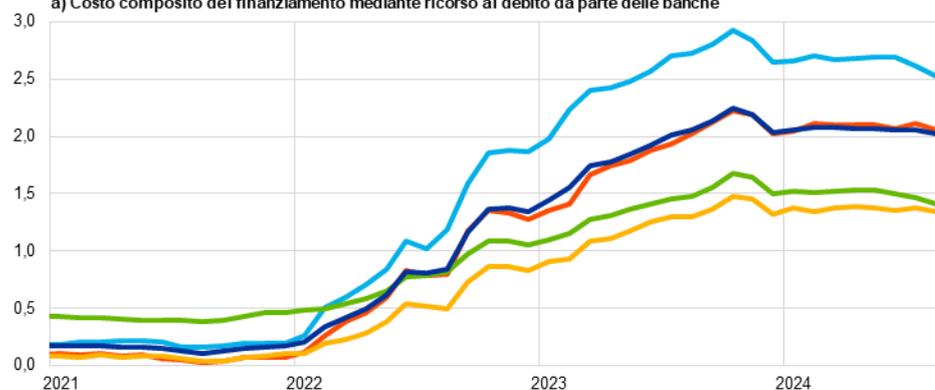
Grafico 18

Costi compositi della provvista bancaria in alcuni paesi dell'area dell'euro

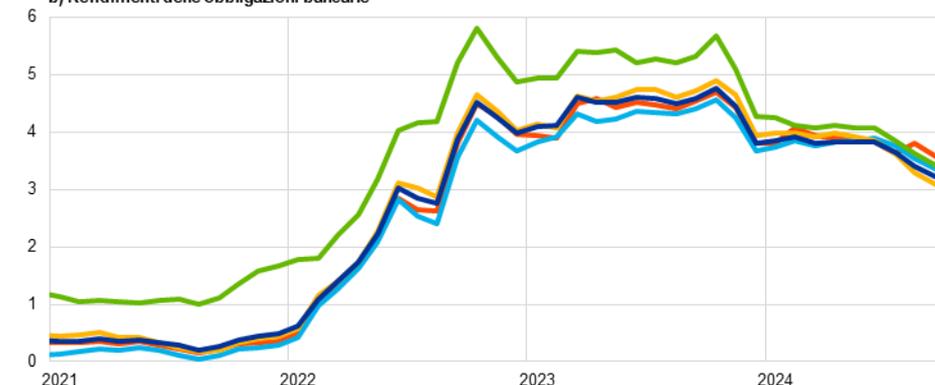
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

a) Costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche



b) Rendimenti delle obbligazioni bancarie



Fonti: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/o relative controllate ed elaborazioni della BCE.

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche (pannello a) e al 16 ottobre 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono lievemente diminuiti, pur rimanendo su livelli prossimi ai massimi degli ultimi dodici anni.

Ad agosto i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono scesi di 6 punti base, portandosi al 5,01 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 19), in un contesto caratterizzato da eterogeneità tra scadenze e paesi nell'area dell'euro.

I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono collocati al 3,72 per cento ad agosto, in calo dal 3,75 di luglio (cfr. il pannello b) del grafico 19), pur con alcune differenze tra paesi.

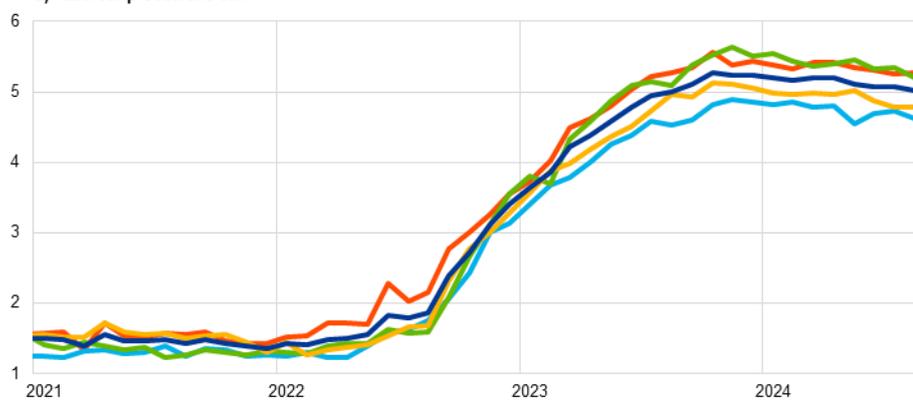
Grafico 19

Tassi compositi sui prestiti bancari alle imprese e alle famiglie in alcuni paesi dell'area dell'euro

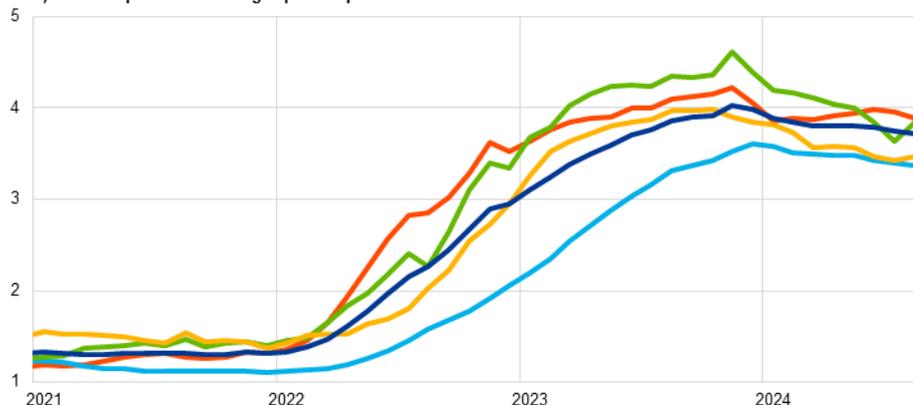
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF



b) Tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per SNF si intendono le società non finanziarie. 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. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

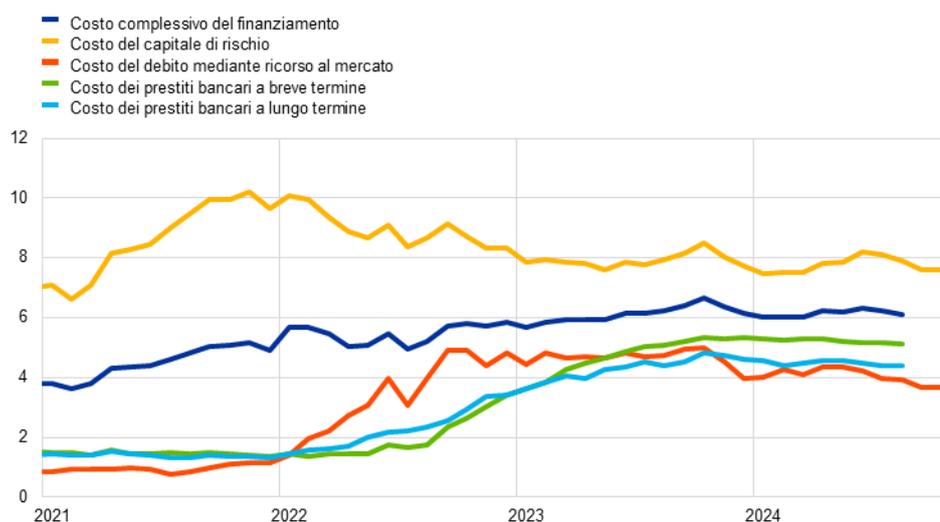
Nel periodo compreso tra il 12 settembre e il 16 ottobre 2024, il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio è diminuito. Sulla base dei dati mensili disponibili, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio, si è collocato al 6,1 per cento ad agosto, un livello lievemente inferiore a quello registrato a luglio e al di sotto del massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il

grafico 20)⁹. Il calo è stato il risultato di una riduzione di tutte le componenti dei costi di finanziamento delle SNF, soprattutto del costo del capitale di rischio. I dati giornalieri relativi al periodo tra il 12 settembre e il 16 ottobre 2024 confermano un'ulteriore flessione del costo del finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio, in concomitanza con un calo marginale del tasso di interesse a lungo termine privo di rischio, approssimato dal tasso sugli overnight index swap (OIS) a dieci anni. La riduzione del costo del debito mediante ricorso al mercato è stata trainata da uno spostamento verso il basso della curva del tasso OIS sulle scadenze fino a due anni e da una lieve compressione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie. Il minore premio per il rischio azionario ha concorso alla flessione del costo del capitale di rischio in misura maggiore rispetto al lieve calo del tasso di interesse a lungo termine privo di rischio.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito mediante ricorso al mercato del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni si riferiscono al 16 ottobre 2024 per il costo del debito mediante ricorso al mercato e il costo del capitale di rischio (dati giornalieri) e ad agosto 2024 per il costo complessivo del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

Ad agosto la dinamica del credito è rimasta debole, sebbene i prestiti alle famiglie mostrino i primi segnali di miglioramento.

Ad agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è salito allo 0,8 per cento dallo 0,6 di luglio (cfr. il grafico 21), seppure in conseguenza di un significativo effetto base. Nello stesso mese i flussi dei prestiti bancari a breve termine erogati alle imprese sono diminuiti, compensati solo in parte dai prestiti con scadenze più lunghe (superiori a un anno). L'emissione netta di titoli di debito da parte delle imprese è aumentata ad agosto, controbilanciando sostanzialmente i flussi negativi registrati a luglio. Ad agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito

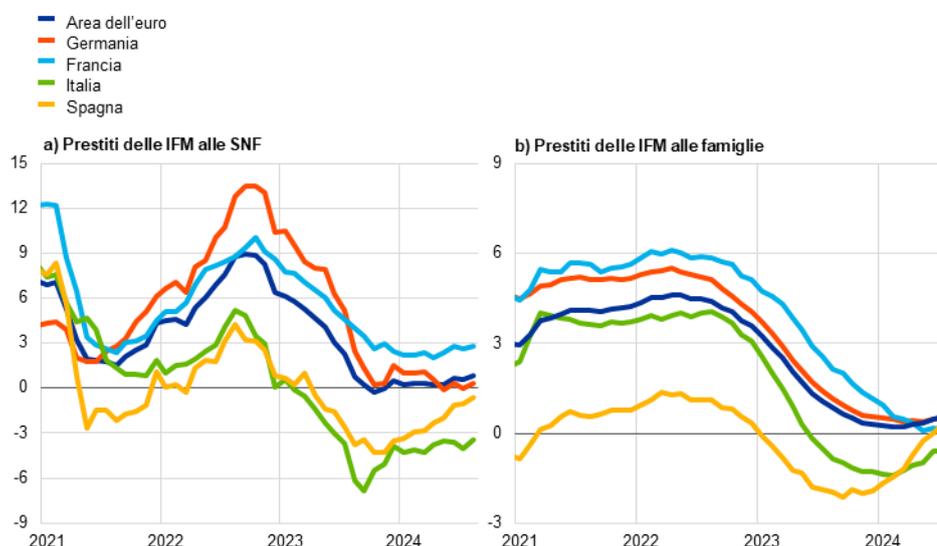
⁹ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino ad agosto 2024.

allo 0,6 per cento, dallo 0,5 di luglio: la dinamica a breve termine delle sue componenti di fondo si è in qualche misura rafforzata nel corso dell'estate per effetto di un incremento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (la cui crescita sui dodici mesi è aumentata allo 0,6 per cento ad agosto), a fronte di una crescita stabile del credito al consumo (pari al 2,8 per cento sui dodici mesi ad agosto) e della perdurante contrazione degli altri prestiti (la cui crescita sui dodici mesi si è collocata al -2,5 per cento ad agosto). Nell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)) di agosto 2024 una percentuale netta ancora elevata di partecipanti ha continuato a segnalare maggiori difficoltà di accesso al credito nei dodici mesi precedenti, prevedendo difficoltà persino superiori per i dodici mesi successivi.

Grafico 21

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

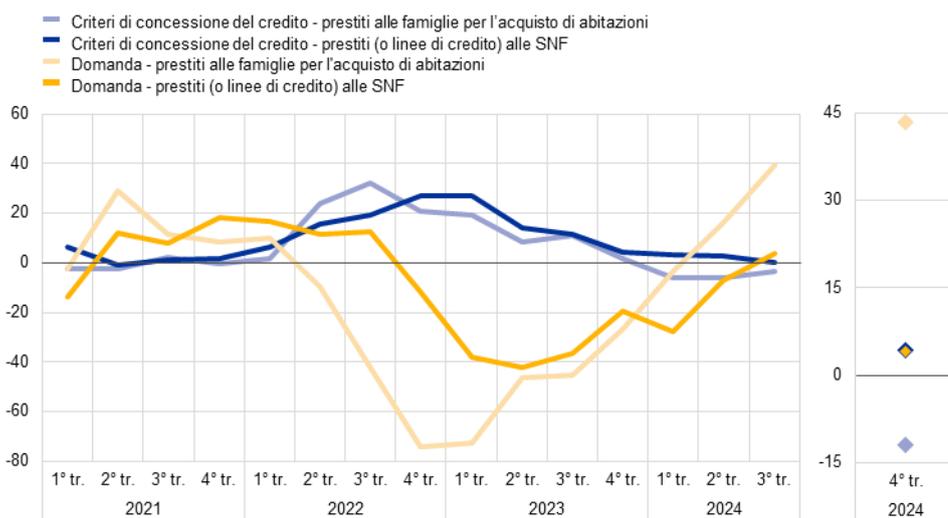
Secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2024, le banche hanno segnalato criteri invariati per la concessione dei prestiti alle imprese nel terzo trimestre del 2024, dopo oltre due anni di irrigidimenti consecutivi, e un ulteriore allentamento di quelli applicati all'erogazione di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il grafico 22). I criteri di concessione del credito alle imprese sono rimasti invariati, dopo oltre due anni in cui sono stati consecutivamente irrigiditi, anche se la percezione del rischio ha continuato a esercitare un lieve impatto restrittivo. Per quanto riguarda le famiglie, i criteri di erogazione hanno subito un allentamento in qualche misura superiore a quanto atteso nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, soprattutto per effetto delle pressioni concorrenziali, e un irrigidimento superiore al previsto nel caso del credito al consumo, principalmente a causa di ulteriori rischi percepiti. Per il quarto trimestre del 2024 le banche dell'area dell'euro si attendono un lieve irrigidimento dei criteri di

concessione dei prestiti alle imprese e del credito al consumo, e il proseguire dell'allentamento dei criteri applicati ai prestiti per l'acquisto di abitazioni.

Grafico 22

Variazioni dei criteri di concessione del credito e domanda netta di prestiti alle SNF e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito o un aumento della domanda di prestiti)



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

Note: per SNF si intendono le società non finanziarie. Per i quesiti sui criteri per la concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un "lieve allentamento" e un "notevole allentamento". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole aumento" e un "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

Nel terzo trimestre del 2024 le banche hanno segnalato un moderato aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese per la prima volta dal terzo trimestre del 2022, benché tale domanda sia rimasta complessivamente debole, e una forte ripresa della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

L'aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato trainato da tassi di interesse più bassi, mentre l'impatto esercitato dagli investimenti fissi è stato modesto. Quanto ai mutui per l'acquisto di abitazioni, la crescita della domanda ha rispecchiato principalmente il calo dei tassi di interesse e il miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, mentre la domanda di credito al consumo è stata sostenuta dal clima di fiducia dei consumatori e dalla spesa per beni durevoli. Per il quarto trimestre del 2024 le banche si attendono un aumento della domanda per tutti i segmenti di prestito, in particolare per i mutui per l'acquisto di abitazioni.

Le domande ad hoc dell'indagine hanno rivelato che l'impatto esercitato dalle decisioni relative ai tassi di riferimento della BCE sul margine di interesse delle banche è diventato negativo per la prima volta dalla fine del 2022.

Secondo le banche le decisioni della BCE sui tassi di riferimento avrebbero frenato il loro margine di interesse negli ultimi sei mesi e l'impatto in termini di volumi di attività e passività che generano interessi sarebbe rimasto negativo. Le banche si attendono

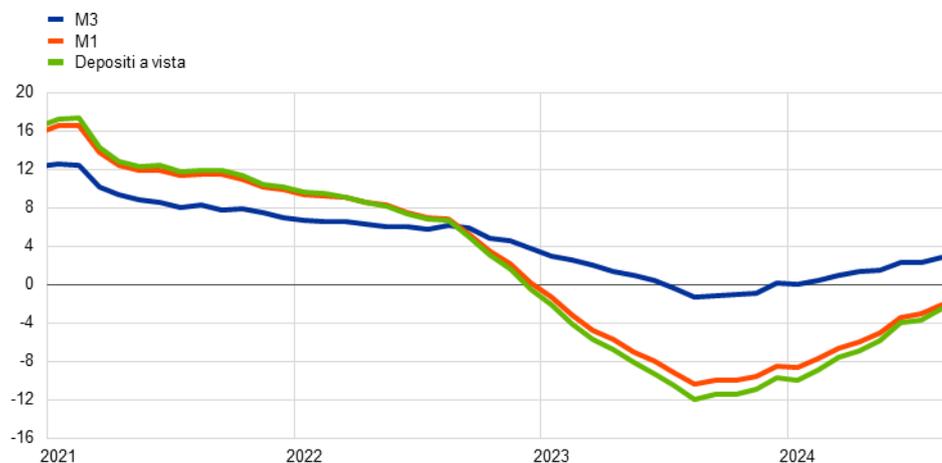
che l'impatto negativo sui margini legato ai tassi di riferimento della BCE si acuisca, determinando un calo della redditività complessiva rispetto agli elevati livelli raggiunti durante il ciclo restrittivo del periodo 2022-2023. Le banche prevedono inoltre che l'aumento degli accantonamenti e delle svalutazioni gravi in misura marginale sulla redditività. Anche la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE avrebbe avuto un impatto lievemente sfavorevole sulle condizioni di finanziamento sul mercato delle banche dell'area dell'euro negli ultimi sei mesi e il graduale rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT-III) avrebbe continuato a incidere negativamente sulle loro posizioni di liquidità. Tuttavia, alla luce delle modeste consistenze residue nel quadro delle OMRLT-III, le banche hanno segnalato un impatto sostanzialmente neutro sulle loro condizioni complessive di provvista, sui criteri di concessione del credito e sui volumi dei prestiti.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro ha continuato a segnare una ripresa; gli afflussi netti dall'estero hanno continuato a fornire il principale contributo alla creazione di moneta.

Ad agosto la crescita di M3 sui dodici mesi è aumentata al 2,9 per cento, dal 2,3 di luglio (cfr. il grafico 23). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è rimasta in territorio negativo, ma ha continuato a rafforzarsi, salendo al -2,1 per cento ad agosto dal -3,1 di luglio. Analogamente, ad agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è salito al -2,5 per cento dal -3,6 di luglio. Gli afflussi dall'estero si sono confermati la principale fonte di creazione di moneta, dato il perdurante contributo marginale offerto dai prestiti alle famiglie e alle imprese. Il proseguire della contrazione del bilancio dell'Eurosistema e l'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine (non incluse in M3), nel contesto della graduale riduzione della raccolta di fondi mediante OMRLT entro la fine del 2024, hanno contribuito negativamente alla creazione di moneta.

Grafico 23
M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

Riquadri

1 Frammentazione geopolitica negli investimenti diretti esteri greenfield a livello mondiale e dell'area dell'euro

a cura di Lukas Boeckelmann, Lorenz Emter, Isabella Moder, Giacomo Pongetti e Tajda Spital

Il presente riquadro esamina gli andamenti recenti degli investimenti diretti esteri (IDE) greenfield a livello mondiale e nell'area dell'euro e analizza il ruolo dei fattori geopolitici nella loro definizione. A fronte dei crescenti sforzi di imprese e decisori politici nel ricercare soluzioni che consentano di ridurre la vulnerabilità delle catene di approvvigionamento, è importante comprendere le recenti dinamiche degli investimenti greenfield, giacché queste potrebbero prefigurare un riassetto delle reti commerciali globali, la cui frammentazione potrebbe avere conseguenze particolarmente negative per l'area dell'euro¹. I flussi di IDE greenfield si riferiscono agli investimenti esteri effettuati dalle imprese per creare nuova capacità produttiva o ampliare quella esistente. Negli ultimi dieci anni i deflussi e gli afflussi annui di IDE sono stati pari, rispettivamente, all'1,4 e allo 0,6 per cento del PIL dell'area dell'euro e all'1,0 e all'1,2 per cento del PIL mondiale esclusa l'area dell'euro. L'area dell'euro, con il 19 per cento dei deflussi mondiali negli ultimi due anni, è la principale fonte di IDE greenfield in uscita, seguita dagli Stati Uniti con il 15 per cento. Il presente riquadro utilizza informazioni su progetti annunciati di IDE greenfield ricavati dalla base dati fornita da fDi Markets².

Ex ante, l'effetto della frammentazione geopolitica sulla direzione dei flussi di IDE è ambiguo. Da un lato, le imprese e i decisori politici potrebbero scegliere di rilocalizzare la produzione in paesi politicamente più affini o geograficamente più prossimi, al fine di rendere le catene di approvvigionamento meno vulnerabili alle tensioni geopolitiche o di proteggere le loro attività da potenziali future violazioni dei diritti di proprietà. Dall'altro, le imprese potrebbero aumentare i loro investimenti in paesi distanti dal punto di vista geopolitico, ossia paesi che hanno posizioni palesemente diverse su questioni di politica estera, se ritengono che le tensioni commerciali future possano ostacolare il loro accesso ai mercati locali.

I flussi aggregati degli IDE greenfield mostrano già segni di crescente frammentazione tra aree geopolitiche. Le imprese occidentali hanno aumentato gli investimenti nei paesi amici (occidentali) e, al contempo, ridotto gli investimenti nei

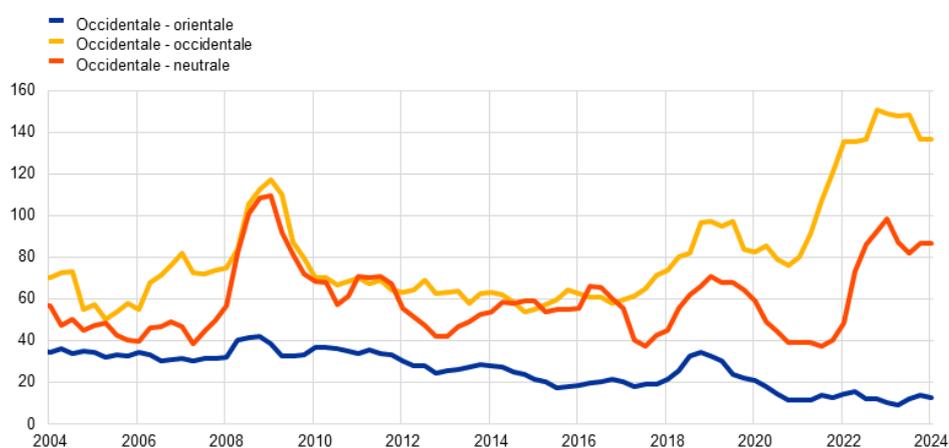
¹ La frammentazione geoeconomica del commercio avrebbe un impatto negativo sull'area dell'euro, comportando una riduzione del PIL di oltre il 2 per cento e un aumento dei prezzi al consumo di quasi il 4 per cento. Cfr. anche il riquadro 3 *Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

² I dati sono raccolti principalmente da fonti accessibili al pubblico (ad esempio organi di informazione, organizzazioni industriali e servizi di informazione di agenzie per la promozione degli investimenti) e forniscono informazioni a livello di investimento su oltre 300.000 annunci di IDE greenfield tra 186 paesi a partire da gennaio 2003.

paesi geopoliticamente distanti (orientali)³. I flussi di IDE greenfield all'interno del blocco occidentale sono in aumento dal 2016, mentre sono diminuiti i flussi tra il blocco orientale e quello occidentale, a indicare che le imprese occidentali ricorrono con maggiore frequenza alla rilocalizzazione della propria capacità produttiva in paesi amici o geograficamente più prossimi (cfr. il grafico A). L'aumento degli investimenti greenfield all'interno dei blocchi è in linea con l'evidenza ricavata dagli annunci degli utili, in cui si è registrato un notevole incremento di riferimenti alla rilocalizzazione in paesi amici (friend-shoring).

Grafico A Flussi globali di IDE greenfield

(medie mobili di quattro trimestri, miliardi di dollari)



Fonti: fDi Markets ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

I flussi in uscita dell'area dell'euro hanno seguito lo stesso andamento, con gli investimenti greenfield sempre più orientati verso paesi affini dal punto di vista geopolitico, come gli Stati Uniti. I deflussi di IDE dall'area dell'euro sembrano orientarsi in misura maggiore verso i paesi del blocco occidentale, in particolare gli Stati Uniti. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che le imprese dell'area dell'euro stanno cercando di aumentare il contenuto locale della loro produzione per il mercato statunitense, in risposta agli incentivi creati dall'*Inflation Reduction Act* (IRA) negli Stati Uniti⁴. I flussi di IDE greenfield verso l'area dell'euro sono a loro volta dominati dagli investimenti statunitensi, che nel 2023 hanno rappresentato oltre il 30 per cento degli afflussi complessivi. La recente ripresa degli investimenti nell'area dell'euro sembra far parte di una più ampia tendenza di riallocazione degli investimenti statunitensi dalla Cina a favore di paesi più affini e neutrali.

³ Per analizzare la frammentazione degli IDE, si assume che l'economia mondiale sia divisa in tre blocchi distinti: un blocco "occidentale" (incentrato sugli Stati Uniti), un blocco "orientale" (incentrato sulla Cina) e un blocco "neutrale" comprendente i paesi non allineati. Tale classificazione si basa sull'indice geopolitico descritto nell'approfondimento "[Geopolitical fragmentation risks and international currencies](#)", *The international role of the euro*, BCE, giugno 2023.

⁴ L'IRA intensifica notevolmente gli sforzi degli Stati Uniti nella lotta al cambiamento climatico e mira ad aumentarne la capacità di attrarre tecnologie verdi fondamentali. Prevede importanti incentivi finanziari (quali, ad esempio, crediti d'imposta per l'acquisto di veicoli elettrici e investimenti in apparecchiature di produzione di energie rinnovabili) subordinati a specifici requisiti di contenuto locale.

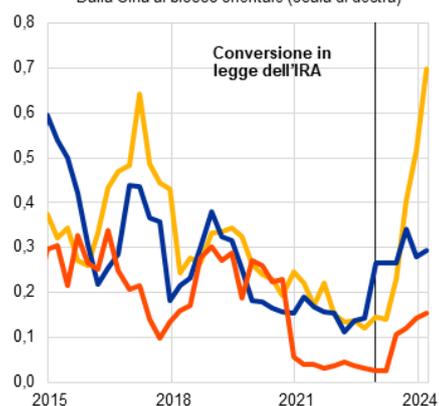
Sebbene i flussi tra blocchi contrapposti siano stati relativamente contenuti, vi sono anche segnali che indicano che le imprese hanno intensificato gli investimenti tra blocchi geopolitici in previsione dell'adozione di misure protezionistiche e dazi ritorsivi. I dati disponibili indicano che il flusso di IDE dalla Cina verso i blocchi neutrale e occidentale è fortemente aumentato intorno al periodo della conversione in legge dell'IRA. Ciò suggerisce che, in risposta ai più stringenti requisiti di contenuto locale introdotti dall'IRA, le imprese cinesi hanno spostato la produzione per aggirare le restrizioni commerciali imposte sui loro beni (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò rispecchia simili sviluppi osservati dopo il 2016, quando la minaccia di un aumento dei dazi statunitensi sui prodotti cinesi ha coinciso con un aumento dei flussi di IDE cinesi verso i blocchi occidentale e neutrale. Inoltre, mentre nel complesso i flussi di IDE greenfield dall'area dell'euro verso la Cina sono in calo, negli ultimi anni le imprese tedesche, trainate principalmente dal settore automobilistico, hanno aumentato i loro investimenti in Cina. Allo stesso tempo, si osservano evidenze di un aumento del contenuto di produzione locale delle imprese cinesi nell'UE, soprattutto in paesi esterni all'area dell'euro, in particolare in Ungheria (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò potrebbe essere dovuto anche a una rilocalizzazione preventiva della produzione da parte delle imprese, in previsione di crescenti tensioni commerciali.

Grafico B
IDE greenfield provenienti dalla Cina

a) IDE in uscita dalla Cina verso blocchi geopolitici

(somma di quattro trimestri, in percentuale del PIL della Cina)

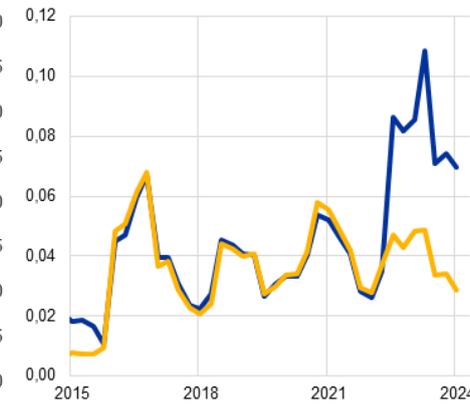
■ Dalla Cina al blocco occidentale (scala di destra)
 ■ Dalla Cina al blocco neutrale
 ■ Dalla Cina al blocco orientale (scala di destra)



b) IDE in uscita dalla Cina verso l'UE e l'area dell'euro

(somma di quattro trimestri, in percentuale del PIL dell'UE/area dell'euro)

■ Dalla Cina all'UE
 ■ Dalla Cina all'area dell'euro



Fonti: fDi Markets ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la linea verticale nel pannello a) si riferisce al terzo trimestre del 2022, il periodo in cui l'IRA è stato convertito in legge. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

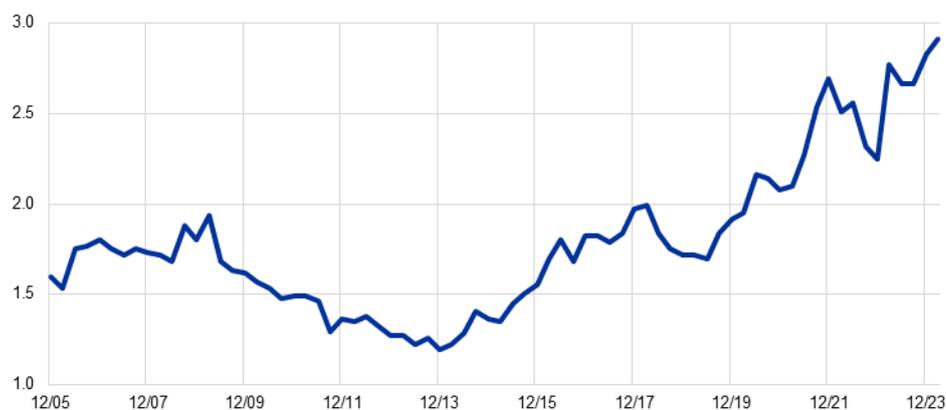
Un'analisi econometrica più formale suggerisce che la frammentazione tra le aree geopolitiche è aumentata nel tempo. Per i flussi di IDE è stato utilizzato un modello gravitazionale che distingue tra flussi all'interno dei blocchi occidentale e

orientale e flussi tra i blocchi⁵. I risultati indicano che le tendenze nei flussi globali di IDE lungo le linee di faglia geopolitiche, come mostrato nel grafico A, non sono state determinate da caratteristiche specifiche dei singoli paesi (come la crescita economica), ma riflettono piuttosto una crescente frammentazione geopolitica. Indipendentemente dalla distanza geografica, negli ultimi tre anni fino al primo trimestre del 2024 i flussi di IDE interni ai blocchi geopolitici sarebbero stati quasi tre volte maggiori dei flussi di IDE tra i blocchi (cfr. il grafico C).

Grafico C

Rapporto tra flussi di IDE all'interno dei blocchi e flussi di IDE tra i blocchi

(rapporto)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico illustra il rapporto tra i coefficienti dei flussi di IDE all'interno dei blocchi occidentale e orientale e i coefficienti dei flussi di IDE tra i due blocchi, stimato utilizzando un modello gravitazionale per finestre mobili di 12 trimestri comprese tra il primo trimestre del 2003 e il primo trimestre del 2024. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2024 e riguarda un periodo di stima compreso tra il secondo trimestre del 2021 e il primo trimestre del 2024.

Le evidenze econometriche mostrano che, nel complesso, l'effetto delle divergenze geopolitiche sugli IDE è negativo.

Si riscontra che l'effetto della distanza geopolitica sui flussi di IDE greenfield a livello mondiale e nell'area dell'euro è aumentato a partire dall'invasione russa dell'Ucraina (cfr. il grafico D)⁶. In base alle nostre stime, il crescente divario geopolitico ha ridotto i flussi di IDE a livello mondiale di circa il 3 per cento (ovvero 30 miliardi di euro)⁷. Per l'area dell'euro, inoltre, il valore dei progetti annunciati di IDE greenfield è significativamente inferiore nei paesi di destinazione più distanti dal punto di vista geopolitico e tale relazione negativa si è accentuata in seguito all'invasione russa dell'Ucraina, comportando un

⁵ Si stima un modello gravitazionale per i flussi trimestrali di IDE greenfield tra poco meno di 200 paesi di origine e destinazione per il periodo compreso tra il primo trimestre del 2003 e il primo trimestre del 2024, utilizzando variabili dummy per i flussi di IDE all'interno dei blocchi geopolitici e fra di essi. Il modello gravitazionale valuta i flussi all'interno e tra i blocchi occidentale e orientale rispetto a una terza categoria, "altri", che comprende i flussi tra questi due blocchi e i paesi neutrali (non allineati) e i flussi tra paesi neutrali.

⁶ Anziché includere variabili dummy per l'allineamento geopolitico come già illustrato, si utilizza la distanza geopolitica misurata dall'indice proposto in Bailey, M.A., Strezhnev, A. e Voeten, E., "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data", *The Journal of Conflict Resolution*, vol. 61, n. 2, febbraio 2017, pagg. 430-456, basato sui voti espressi in seno all'Assemblea generale delle Nazioni Unite come proxy della distanza geopolitica, seguendo le indicazioni di Aiyar, S., Malacrino, D. e Presbitero, A.F., "Investing in friends: The role of geopolitical alignment in FDI flows", *European Journal of Political Economy*, vol. 83, giugno 2024.

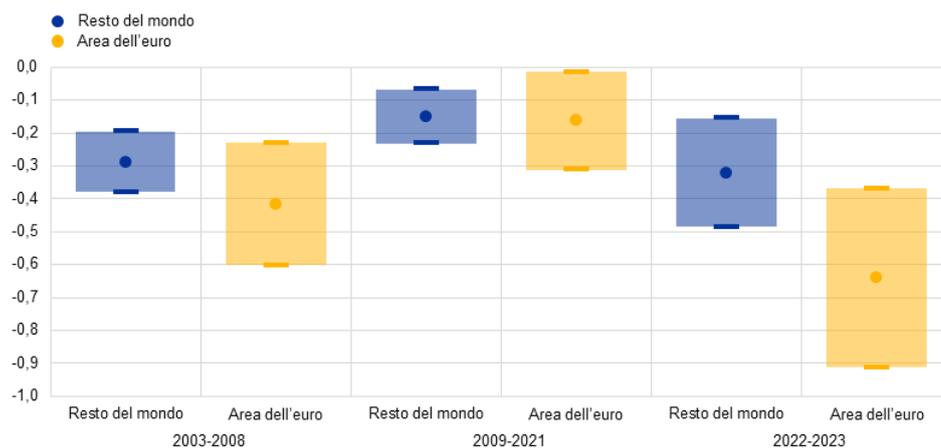
⁷ Tali effetti si riferiscono a uno scenario controfattuale in cui sono assenti le tensioni geopolitiche, ma non necessariamente a uno scenario in cui le imprese non reagiscono in modo ottimale ai rischi associati diversificando le forniture e la produzione e assicurandosi contro shock futuri.

calo dei flussi annui pari a 14 miliardi di euro. Si osserva poi che l'aumento della distanza geopolitica tra l'area dell'euro e la Cina nello stesso periodo è associato a una diminuzione di circa il 20 per cento del valore dei flussi tra le due aree⁸.

Grafico D

Effetto della distanza geopolitica sul valore dei flussi bilaterali di IDE greenfield nel tempo

(elasticità, in valori percentuali)



Fonti: fDi Markets ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i coefficienti della distanza geopolitica per l'area dell'euro e il resto del mondo, stimati utilizzando un modello gravitazionale basato su Aiyar et al., op. cit. I punti rappresentano le stime puntuali, mentre le barre indicano intervalli di confidenza del 95 per cento. I flussi interni all'area dell'euro sono esclusi.

L'impatto delle riallocazioni degli IDE sul commercio e sul prodotto dell'area dell'euro rimane incerto.

Da un lato, una tendenza da parte delle imprese dell'area dell'euro ad aumentare la produzione negli Stati Uniti o in altri paesi, ad esempio in risposta ai requisiti di contenuto locale, potrebbe ridurre la produzione nel paese di origine. Dall'altro, maggiori investimenti diretti all'estero potrebbero salvaguardare la competitività complessiva degli esportatori europei e potrebbero preservare alcuni posti di lavoro nel paese di origine, in particolare nel settore dei servizi alle imprese ad alta qualificazione, per esempio aumentando i flussi di reddito derivanti dagli IDE. Inoltre, l'area dell'euro e gli altri paesi dell'UE sembrano pure aver beneficiato degli IDE in entrata, che dal 2022 hanno rappresentato in media lo 0,7 per cento del PIL, superando i livelli precedenti la pandemia⁹. Più in generale, nella misura in cui un cambiamento negli andamenti degli IDE greenfield lungo le linee di faglia geopolitiche prefigura una maggiore frammentazione delle reti commerciali globali, le tendenze rilevate potrebbero rivelarsi dannose per la produzione mondiale e dell'area dell'euro. Considerata la sua maggiore apertura agli scambi commerciali e la più stretta integrazione nelle catene globali del valore, tale frammentazione

⁸ I risultati sono robusti anche non considerando la Russia nel campione, pertanto si può escludere la possibilità che un disaccoppiamento generale tra il blocco occidentale, in particolare l'area dell'euro, e la Russia sia il fattore determinante alla base delle stime più elevate dei coefficienti nel periodo più recente. Inoltre, la misura in cui l'area dell'euro potrebbe essere divenuta meno attraente per gli investimenti a causa della sua prossimità geografica al conflitto e dello shock dei prezzi dell'energia che ne è derivato, sarebbe controllata dagli effetti fissi dei paesi di destinazione variabili nel tempo.

⁹ Tali andamenti sono comparabili a quelli degli Stati Uniti, dove gli afflussi di IDE sono stati in media pari allo 0,6 per cento del PIL dal 2022, superando anche in questo caso i livelli precedenti la pandemia.

potrebbe rivelarsi più dannosa per l'area dell'euro rispetto ad altre grandi economie¹⁰.

¹⁰ Cfr. il riquadro 3 *Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli*, op. cit.

Il legame tra corsi petroliferi e dollaro statunitense: evidenze e implicazioni economiche

a cura di Martino Ricci

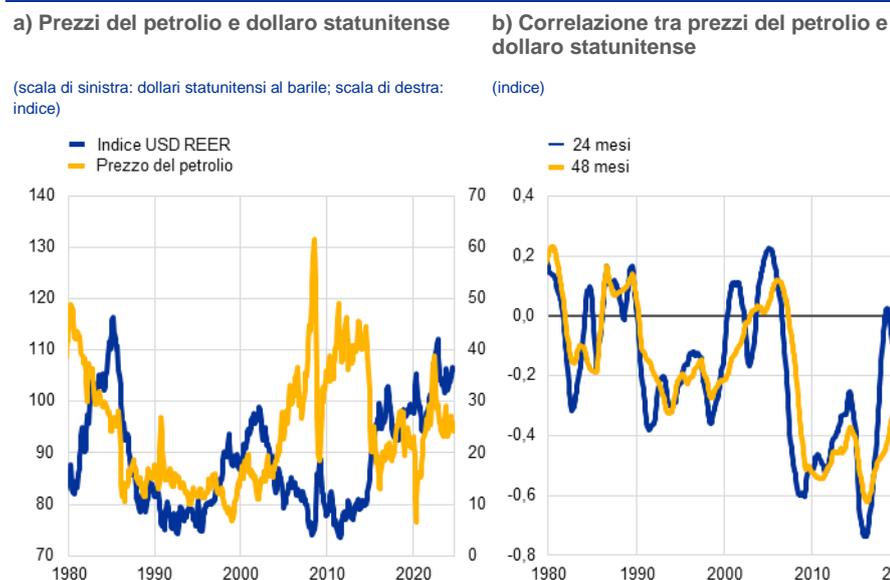
Negli ultimi anni l'aumento dei corsi petroliferi ha spesso coinciso con un rafforzamento del dollaro statunitense e ciò potrebbe aver reso più intensa la dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro. In prospettiva storica non è stato individuato un nesso chiaro tra i prezzi del petrolio e il dollaro statunitense (cfr. il pannello a) del grafico A). Nel periodo successivo alla crisi finanziaria mondiale la correlazione è stata generalmente negativa. Molto probabilmente tale comovimento è stato il risultato di shock specifici, in particolare cambiamenti nell'avversione al rischio a livello mondiale, che hanno spinto i corsi petroliferi e il dollaro statunitense in direzioni opposte (cfr. il pannello b) del grafico A), piuttosto che il riflesso di una relazione causale¹. Studi recenti suggeriscono, tuttavia, che l'emergere degli Stati Uniti come esportatore di petrolio abbia contribuito a rendere la correlazione costantemente positiva². Poiché il greggio è scambiato principalmente in dollari statunitensi, un comovimento sistematicamente positivo implicherebbe che il prezzo del petrolio in valuta locale sia più volatile di quello espresso in dollari. Ciò potrebbe rafforzare l'impatto inflazionistico degli shock petroliferi nelle economie importatrici nette di petrolio, come l'area dell'euro. I modelli empirici illustrati nel presente riquadro mostrano che il comovimento osservato sembra ancora derivare, in larga misura, da shock specifici che hanno spinto entrambe le variabili nella stessa direzione, piuttosto che riflettere un cambiamento strutturale nel legame tra i corsi petroliferi e il dollaro statunitense.

¹ Studi passati hanno mostrato che la correlazione negativa in prossimità della crisi finanziaria mondiale è in gran parte riconducibile ai bruschi aumenti dell'avversione al rischio osservati a livello globale, cfr. Fratzscher, M., Schneider, D. e Van Robays, I., "Oil prices, exchange rates and asset prices", *Working Paper Series*, n. 1689, BCE, 2014.

² Cfr. Hofmann, B., Igna, D. e Rees, D., "The changing nexus between commodity prices and the dollar: causes and implications", *BIS Bulletin*, n. 74, Banca dei regolamenti internazionali, 2023, e Rees, D., "Commodity prices and the US Dollar", *BIS Working Papers*, n. 1083, Banca dei regolamenti internazionali, 2023. Questa correlazione positiva non costituisce tuttavia un andamento nuovo, essendo stata tale, a volte, anche prima del 2007, quando gli Stati Uniti erano ancora un importatore netto di petrolio.

Grafico A

Prezzi del petrolio e dollaro statunitense: andamenti e correlazione



Fonti: J.P. Morgan, Energy Information Administration statunitense ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024. Pannello a): la voce "Indice USD REER" si riferisce all'indice ristretto del tasso di cambio effettivo reale del dollaro statunitense. La voce "Prezzo del petrolio" si riferisce al prezzo a pronti in dollari al barile del petrolio di qualità West Texas Intermediate, deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti. Pannello b): le correlazioni su finestre mobili di 24 e 48 mesi sono calcolate per variazioni mensili delle variabili.

Il nesso tra corsi petroliferi e dollaro statunitense potrebbe essere cambiato quando gli Stati Uniti hanno iniziato a produrre ed esportare petrolio su vasta scala. Negli ultimi 15 anni la produzione di greggio statunitense è più che raddoppiata (cfr. il pannello a) del grafico B), trainata dal boom del petrolio da scisti e dall'abolizione nel 2015, da parte del Congresso degli Stati Uniti, del divieto di esportazione del greggio. Di conseguenza, alla fine del 2019 gli Stati Uniti sono diventati un paese esportatore netto di petrolio³. Tale circostanza potrebbe aver alterato il nesso tra corsi petroliferi e dollaro statunitense in due modi principali. In primo luogo, potrebbe aver variato l'effetto degli shock dal lato dell'offerta di petrolio sulle ragioni di scambio statunitensi, che sono collegate ai tassi di cambio mediante il saldo commerciale. Le ragioni di scambio per le materie prime e i prezzi del petrolio, strettamente collegati, hanno iniziato a seguire traiettorie diverse negli Stati Uniti dopo il 2015 e la correlazione ha cambiato segno quando il paese è diventato un esportatore netto (cfr. il pannello b) del grafico B). In secondo luogo, il picco della produzione petrolifera degli Stati Uniti potrebbe aver modificato la reazione della domanda interna aggregata agli shock dal lato dell'offerta. Ad esempio, i rincari del petrolio potrebbero aumentare l'attrattiva degli investimenti nel settore, sostenendo la domanda interna e determinando così un rafforzamento del dollaro statunitense.

³ Sulla base dei dati dell'Energy Information Administration degli Stati Uniti, il paese è un esportatore netto di petrolio se si includono i prodotti da questo derivati, ma un importatore netto se si considera solo il greggio.

Grafico B

Produzione di greggio negli Stati Uniti, prezzi del petrolio e ragioni di scambio delle materie prime statunitensi

a) Produzione di greggio negli Stati Uniti

(migliaia di barili al giorno)



b) Prezzi del petrolio e ragioni di scambio delle materie prime statunitensi

(scala di sinistra: dollari statunitensi al barile; scala di destra: indice, scala invertita)



Fonti: Agenzia internazionale per l'energia, Energy Information Administration statunitense, Citi ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024. Pannello b): la voce "Prezzo del petrolio" si riferisce al prezzo a pronti del petrolio di qualità West Texas Intermediate, deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo statunitense. La voce "Ragioni di scambio" si riferisce all'indice Citi Commodity Terms of Trade.

I risultati empirici illustrati nel presente riquadro indicano che la variazione strutturale nel mercato petrolifero statunitense non è stata sufficiente a rendere sistematicamente positiva la correlazione tra petrolio e dollaro.

Per analizzare la variazione nel tempo del nesso tra corsi petroliferi e dollaro statunitense, si impiega un modello di proiezioni locali mensili basato su shock stimati dal lato dell'offerta petrolifera. Il periodo di stima è suddiviso in tre episodi, ognuno dei quali rileva una fase diversa della trasformazione degli Stati Uniti in un paese esportatore netto di petrolio⁴.

- Nel periodo tra il 1989 e il 1999, quando la produzione petrolifera statunitense era scarsa e il paese era ancora un importatore netto di petrolio, gli shock dal lato dell'offerta, alla base dell'aumento dei corsi petroliferi, hanno determinato un deterioramento delle ragioni di scambio e un indebolimento del dollaro statunitense, cioè quanto ci si potesse attendere per un paese importatore di petrolio (cfr. la colonna di sinistra del grafico C).
- Nel periodo tra il 2000 e il 2010, quando la produzione petrolifera ha iniziato a intensificarsi ma il paese era ancora per lo più un importatore, gli shock dal lato dell'offerta petrolifera hanno iniziato a sostenere la produzione industriale

⁴ Il modello di proiezioni locali effettua una regressione delle variabili mostrate nel grafico C sugli shock dal lato dell'offerta petrolifera stimati in Baumeister, C. e Hamilton, J.D., "Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks", *American Economic Review*, vol. 109, n. 5, maggio 2019, pagg. 1873-1910. Il modello impiega sei ritardi e tiene conto dell'attività economica, dell'inflazione e della politica monetaria. Il campione utilizzato è relativo al periodo compreso tra gennaio 1989 e marzo 2023.

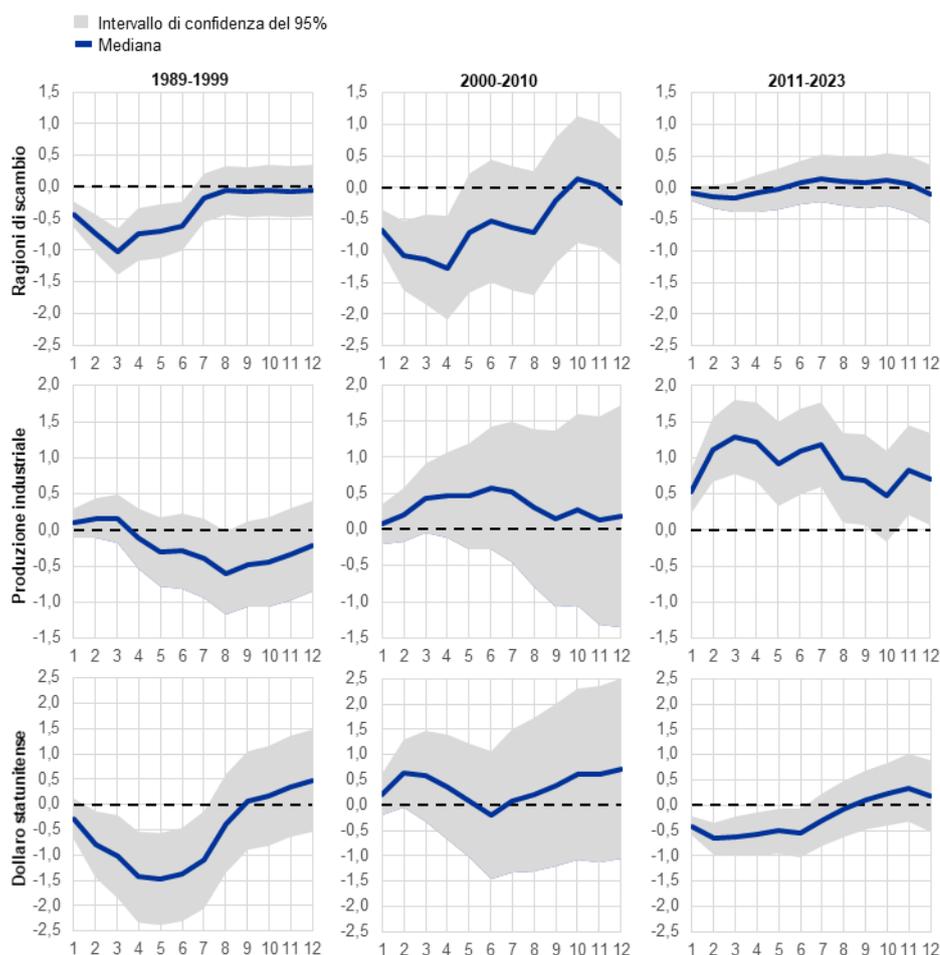
interna, sebbene non in misura significativa. Tuttavia, poiché gli Stati Uniti continuavano a essere un importatore netto di petrolio, l'effetto sulle ragioni di scambio si è confermato negativo. In conseguenza di ciò, la reazione del dollaro statunitense a uno shock dal lato dell'offerta petrolifera è stata meno negativa, perfino insignificante, in questo periodo (cfr. la colonna centrale del grafico C).

- Nel periodo più recente, dal 2011 al 2023, quando il paese ha prodotto quantità significative di greggio diventando un esportatore netto, le ragioni di scambio hanno smesso di peggiorare dopo i rincari provocati dagli shock dal lato dell'offerta di petrolio. Nel contempo è aumentato l'impulso alla produzione industriale, in linea con il rafforzamento della produzione petrolifera interna. Eppure nel complesso, secondo il modello, tali variazioni non sono state sufficientemente incisive da determinare un significativo innalzamento del dollaro statunitense e da creare un nesso positivo sistematico tra le due variabili, in quanto la reazione del dollaro agli shock dal lato dell'offerta petrolifera in questo periodo è stata negativa (cfr. la colonna di destra del grafico C).

Grafico C

Reazione delle variabili statunitensi agli shock dal lato dell'offerta petrolifera nel corso del tempo

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il grafico mostra le reazioni nel tempo delle ragioni di scambio statunitensi, della produzione industriale nel paese e del dollaro (tasso di cambio effettivo reale) agli shock dal lato dell'offerta petrolifera che determinano un aumento immediato dei prezzi del petrolio pari al 10 per cento.

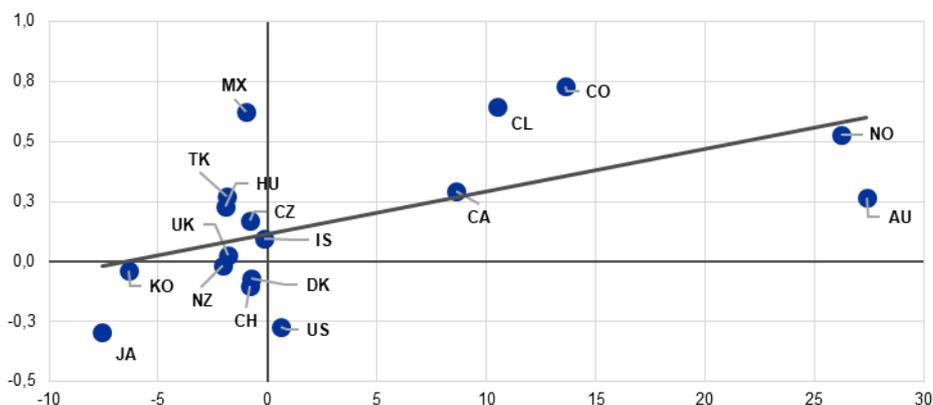
Due sono i principali fattori che potrebbero spiegare l'assenza di un più forte effetto positivo sul dollaro statunitense. In primo luogo, le esportazioni nette di petrolio degli Stati Uniti, in percentuale delle esportazioni totali, sono ancora contenute rispetto a quelle di paesi come la Norvegia o l'Australia, i quali dispongono di "valute dipendenti dalle materie prime" (commodity currency) che si apprezzano in maniera netta a seguito di shock dal lato dell'offerta petrolifera (cfr. il grafico D). In secondo luogo, tale fenomeno potrebbe dipendere dal fatto che i rincari del petrolio frenano l'interscambio mondiale, il quale è fortemente incentrato sul dollaro e ha quindi un impatto negativo su tale divisa⁵.

⁵ Cfr. Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezo, H., Mehl, A. e Nguyen, T., "Patterns of invoicing currency in global trade: New evidence", *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 136, 2022.

Grafico D

Reazione del tasso di cambio agli shock dal lato dell'offerta petrolifera ed esportazioni nette di materie prime

(asse delle ordinate: reazione immediata del tasso di cambio in percentuale; asse delle ascisse: esportazioni nette di materie prime in percentuale dell'interscambio totale)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE e Growth Lab dell'Università di Harvard.

Note: il grafico mostra la reazione del tasso di cambio reale nel primo mese successivo a uno shock dal lato dell'offerta petrolifera che determina un aumento dei prezzi del petrolio pari al 10 per cento. Lo shock è tratto da Baumeister e Hamilton¹. Le materie prime sono definite minerali nell'Atlas of Economic Complexity della Harvard Kennedy School of Government e includono energia e metalli.

1) Cfr. Baumeister, C. e Hamilton, J.D., "Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks", *American Economic Review*, vol. 109, n. 5, maggio 2019, pagg. 1873-1910.

La correlazione positiva sembra ancora riconducibile a una combinazione di shock piuttosto che a una variazione strutturale del nesso tra prezzi del petrolio e dollaro statunitense. Per valutare l'importanza rivestita dagli shock petroliferi rispetto ad altre determinanti della dinamica del dollaro statunitense, è possibile utilizzare un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) giornaliero, che individua congiuntamente le principali determinanti delle variazioni dei corsi petroliferi e del dollaro⁶. Secondo questo modello, il comovimento positivo tra i corsi petroliferi e il dollaro statunitense è per lo più il risultato di una specifica configurazione di shock verificatisi nel passato, che ha avuto l'effetto di spingere i prezzi del petrolio e il dollaro nella stessa direzione. Ciò può essere illustrato mediante la scomposizione di corsi petroliferi e dollaro statunitense nelle rispettive determinanti principali durante un recente episodio caratterizzato da una correlazione positiva persistentemente elevata (cfr. il grafico E).

- Da giugno 2021 a giugno 2022, con l'emergere dell'economia statunitense dallo shock causato dal COVID-19, l'avvio di un ciclo di inasprimento monetario da parte del Federal Reserve System e l'invasione dell'Ucraina intrapresa dalla Russia, gran parte della forza del dollaro è stata determinata dalla politica monetaria più restrittiva perseguita dalla Federal Reserve, unita a un'economia statunitense più forte del previsto (cfr. il pannello a) del grafico E). Allo stesso tempo, i corsi petroliferi sono bruscamente aumentati, soprattutto a causa di

⁶ Il modello considera le seguenti variabili: TCEN statunitense, prezzi del petrolio, ragioni di scambio delle materie prime, azioni statunitensi (escluso il settore petrolifero) e rendimenti statunitensi a due anni. Gli shock sono individuati utilizzando restrizioni di segno e di tipo narrativo. Il campione considerato si riferisce al periodo compreso tra il 2015 e il 2024 per tenere conto della variazione strutturale osservata nell'economia statunitense.

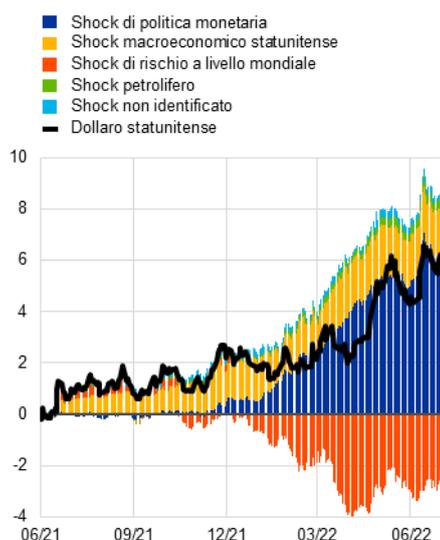
interruzioni dell'offerta legate ai rischi geopolitici (cfr. il pannello b) del grafico E).

Grafico E

Scomposizione storica del dollaro statunitense e dei prezzi del petrolio: alcuni episodi

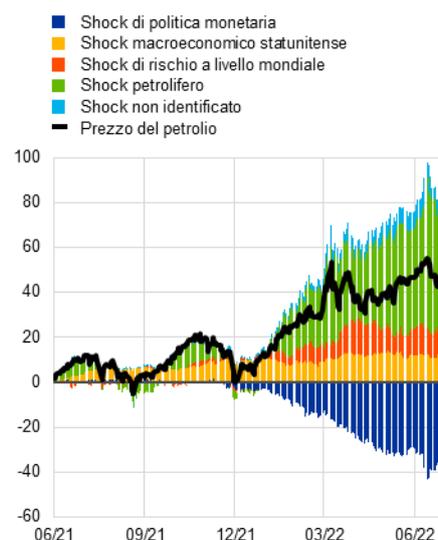
a) Dollaro statunitense

(contributi in punti percentuali ricalcolati sull'inizio del periodo, giugno 2021 - luglio 2022)



b) Prezzi del petrolio

(contributi in punti percentuali ricalcolati sull'inizio del periodo, giugno 2021 - luglio 2022)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i grafici mostrano la scomposizione storica della componente ciclica del dollaro statunitense nominale ampio e dei prezzi del petrolio mediante un modello BVAR giornaliero con restrizioni di segno e di tipo narrativo. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il 2015 e il 2024.

Secondo questi risultati, nel complesso, è improbabile che il comovimento positivo spesso osservato tra i corsi petroliferi e il dollaro statunitense sia sistematico. La correlazione continua a riflettere una specifica configurazione di shock. Un rafforzamento del dollaro statunitense potrebbe talvolta intensificare l'impatto inflazionistico dei rincari petroliferi nei paesi importatori di petrolio, mentre un indebolimento della divisa potrebbe frenare tale impatto. Nel tempo, man mano che gli Stati Uniti diventano un maggiore esportatore netto di petrolio, il legame tra shock petroliferi e dollaro statunitense potrebbe continuare a spingersi in territorio positivo.

3 L'impatto delle Special Purpose Entities (SPE) sui legami finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro

a cura di Lorenz Emter, Fausto Pastoris, Carmen Picón Aguilar e Martin Schmitz

Dati della BCE di recente pubblicazione sulle Special Purpose Entities (SPE) ne mostrano l'impatto considerevole sui legami finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro. Nel contesto delle statistiche sull'estero, le SPE sono definite come entità giuridiche controllate da investitori non residenti, prive di autonomia decisionale e di una significativa attività economica nel paese di costituzione¹. L'interpretazione delle statistiche sull'estero a livello globale si è complicata a causa dell'importanza crescente dei centri finanziari e della maggiore complessità delle catene di intermediazione finanziaria². Le imprese multinazionali, in particolare, tendono a utilizzare strutture organizzative complesse, che coinvolgono molti soggetti (SPE incluse), in un'ottica di ottimizzazione fiscale e massimizzazione dei profitti. I dati sulle SPE sono pertanto fondamentali per analizzare in modo corretto i legami finanziari dell'area dell'euro. I dati pubblicati di recente dalla BCE individuano le transazioni e le posizioni sull'estero delle SPE in modo separato, consentendo così un'analisi dell'impatto di queste ultime sui legami finanziari transfrontalieri dei singoli paesi dell'area dell'euro, nonché dell'area nel suo insieme³.

Sebbene le SPE contribuiscano ai sovradimensionati legami finanziari transfrontalieri, esse tendono ad avere un impatto molto limitato sull'attività economica reale del paese ospitante. I non residenti costituiscono SPE per beneficiare di vantaggi nella giurisdizione ospitante, quali oneri inferiori dal punto di vista regolamentare o fiscale, un accesso più agevole ai mercati dei capitali e ai servizi finanziari, oppure elevati livelli di tutela degli investitori. Le SPE nell'area dell'euro includono società holding passive, soggetti coinvolti nelle attività creditizie infragruppo, conduit finanziari e soggetti che riscuotono canoni e diritti di licenza infragruppo. Le SPE spesso comportano ingenti flussi di capitale "pass-through", cioè flussi finanziari che non rimangono nell'economia nazionale, ma ne gonfiano il valore degli investimenti esteri, con effetti sulle statistiche a livello globale. Inoltre, tali flussi complicano l'analisi della geografia dei legami finanziari

¹ In base alla definizione di SPE concordata a livello internazionale per le statistiche sull'estero (cfr. "Final Report of the Task Force on Special Purpose Entities", Comitato delle statistiche sulla bilancia dei pagamenti dell'FMI, 2018), tali soggetti a) hanno al massimo 5 addetti; b) nell'economia ospitante non hanno presenza fisica e produzione, o ne hanno soltanto un livello minimo; c) effettuano transazioni quasi esclusivamente con non residenti; d) hanno un bilancio finanziario costituito per lo più da attività e passività transfrontaliere.

² Per una panoramica recente delle difficoltà di misurazione nelle statistiche sugli investimenti transfrontalieri, cfr. "Euro area international financial flows: analytical insights and measurement challenges", intervento tenuto da Lane, P.R. in occasione della conferenza congiunta Banco de España, Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics e BCE "External statistics after the pandemic: addressing novel analytical challenges", 12 febbraio 2024, Madrid.

³ Tali statistiche sono segnalate in conformità con il nuovo [indirizzo sugli obblighi di segnalazione statistica nel settore delle statistiche esterne \(BCE/2022/23\)](#) e includono ulteriori scomposizioni della bilancia dei pagamenti trimestrale e della posizione internazionale di investimento per le SPE residenti. Le serie trimestrali sulle SPE sono state pubblicate per la prima volta ad aprile 2024 per tutti i paesi dell'area dell'euro e per l'area nel suo insieme. Ulteriori dettagli sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

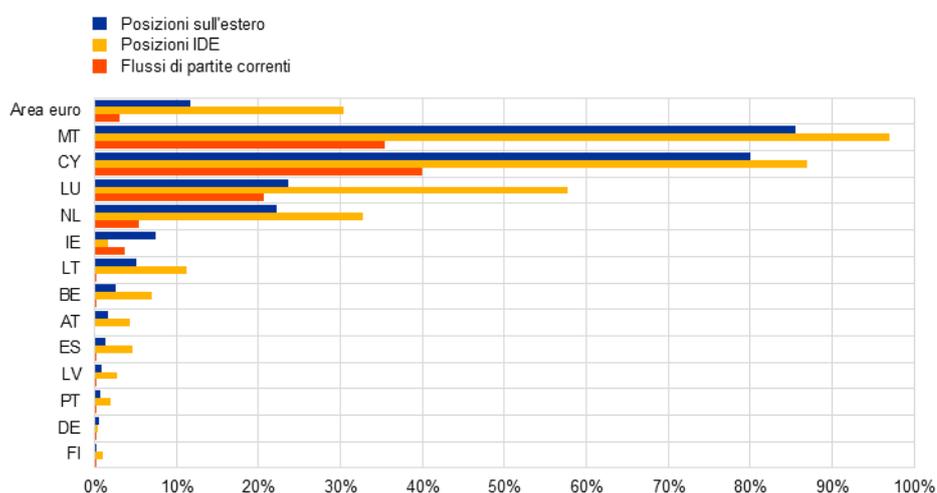
internazionali, in quanto le SPE coinvolgono in misura sproporzionata i centri finanziari. Esse potrebbero, inoltre, offuscare il nesso tra i flussi di investimento esteri e l'economia reale.

Le SPE rappresentano più del 10 per cento delle posizioni finanziarie sull'estero totali e il 30 per cento delle posizioni relative a investimenti diretti esteri (IDE) dell'area dell'euro, per lo più a causa di alcuni centri finanziari nell'area. Le SPE rappresentano inoltre il 20 per cento circa dei flussi di redditi da IDE dell'area, soprattutto in ragione di utili o di reddito da interessi trasmessi da affiliate estere alle case madri estere. A livello di singoli paesi, le SPE dominano i conti con l'estero di Malta e Cipro, in particolare per gli IDE, e hanno un notevole impatto su quelli di Lussemburgo, Paesi Bassi e Irlanda (cfr. il grafico A).

Grafico A

Rilevanza delle SPE per le statistiche sull'estero dell'area dell'euro

(quote di SPE sui rispettivi totali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per le posizioni i dati mostrano la situazione alla fine del secondo trimestre del 2024; per la voce "Flussi di partite correnti" i dati mostrano la somma dei quattro trimestri terminanti alla fine del secondo trimestre del 2024. Per ogni paese i dati si basano sulla somma di attività e passività per le posizioni e la somma di crediti e debiti per le transazioni. Sono mostrati solo paesi dell'area dell'euro ospitanti SPE; i restanti paesi dell'area non ne ospitano. I valori per l'area dell'euro nel suo insieme si riferiscono solo a posizioni e transazioni nei confronti di controparti non appartenenti all'area. Per la voce "Posizioni IDE" il valore delle SPE a Malta è una stima basata sui dati di dettaglio annuali sugli IDE dell'Eurostat e dell'Istituto nazionale di statistica maltese. I valori della Lituania per le voci "Posizioni sull'estero" e "Posizioni IDE" si riferiscono esclusivamente alle passività.

Sebbene le SPE gonfino le posizioni sull'estero lorde dell'area dell'euro, il loro impatto sulla posizione patrimoniale netta sull'estero è limitato. Le SPE

contribuiscono per più di 4.000 miliardi di euro alle attività e passività sull'estero lorde dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico B), rappresentando il 12 per cento del totale. Le ingenti posizioni IDE lorde di Paesi Bassi e Lussemburgo diminuiscono considerevolmente se si omettono le posizioni dovute alle SPE (cfr. il pannello b) del grafico B). Le consistenti posizioni IDE lorde dell'Irlanda, d'altra parte, non sono dovute alle SPE, rispecchiando per lo più affiliate di multinazionali estere con un certo livello di presenza fisica e produzione nel paese⁴. Anche Malta e Cipro, i paesi più piccoli dell'area dell'euro in termini di PIL, hanno posizioni IDE

⁴ Le SPE irlandesi sono principalmente dedite all'emissione di titoli di debito, che pertanto compaiono nelle passività dei titoli di debito di portafoglio del paese.

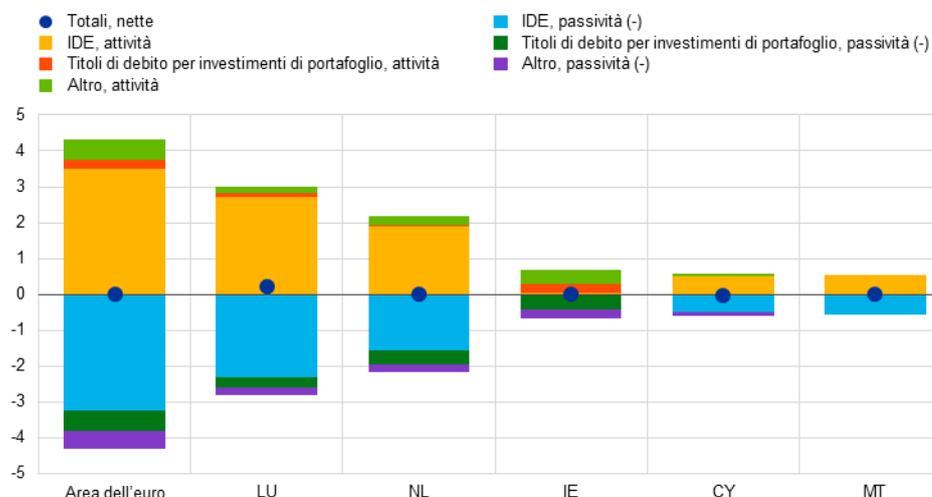
lorde sproporzionate a causa delle SPE. Nonostante queste significative posizioni sull'estero lorde, le posizioni patrimoniali nette sull'estero delle SPE tendono a essere nulle, sia per l'area nel suo insieme sia per i singoli paesi appartenenti (cfr. il pannello a) del grafico B), giacché attività e passività delle SPE sono, per definizione, in gran parte verso non residenti.

Grafico B

Le SPE gonfiano le posizioni sull'estero dei centri finanziari dell'area dell'euro

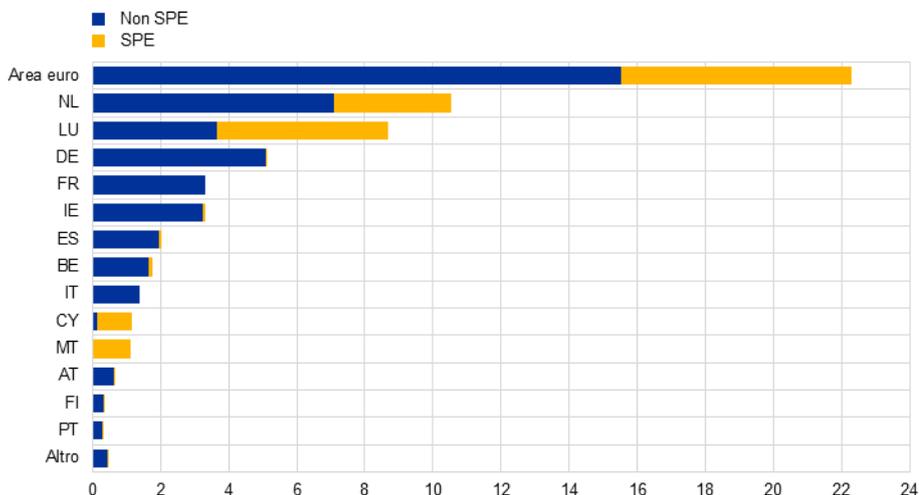
a) Attività e delle passività sull'estero delle SPE

(migliaia di miliardi di euro; alla fine del 2° trim. 2024)



b) Contributi delle SPE alle posizioni IDE lorde

(migliaia di miliardi di euro; alla fine del 2° trim. 2024)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i valori per l'area dell'euro nel suo insieme si riferiscono solo a posizioni nei confronti di controparti non appartenenti all'area. I valori per le attività e passività degli IDE delle SPE a Malta sono stime basate sui dati di dettaglio annuali sugli IDE dell'Eurostat e dell'istituto nazionale di statistica maltese. Nel pannello a) le passività sono mostrate con segno negativo e la voce "Altro" comprende titoli azionari di portafoglio, strumenti finanziari derivati e altri investimenti. Nel pannello b) i valori mostrano le consistenze combinate di attività e passività degli IDE e la voce "Altro" comprende tutti i paesi dell'area dell'euro non mostrati individualmente nel grafico.

I contributi delle SPE alle attività e passività sull'estero totali dell'area dell'euro di recente hanno registrato una flessione, da un livello elevato, in ragione di iniziative nazionali e internazionali che hanno inciso sui contesti regolamentari

e fiscali in cui operano le multinazionali. Mentre all'inizio del 2020 le SPE rappresentavano più del 15 per cento delle attività e passività sull'estero totali dell'area dell'euro, la loro quota è andata gradualmente diminuendo, raggiungendo il 12 per cento alla fine del secondo trimestre del 2024. Ciò riflette principalmente gli andamenti degli IDE, dove le quote delle SPE sul totale delle attività e passività sono diminuite. Una delle cause risiede, ad esempio, nel ridimensionamento o nella chiusura di affiliate nell'area dell'euro o nel rimborso di prestiti in essere a livello di infragruppo da parte di investitori stranieri. Nel profilo trimestrale delle transazioni sottostanti, i ridimensionamenti di attività e passività delle SPE sono stati fortemente correlati, a conferma dell'ipotesi che gli investitori esteri abbiano ridotto i bilanci delle SPE nell'area dell'euro⁵. Ciò potrebbe indicare che le multinazionali abbiano ristrutturato le proprie attività e strutture societarie internazionali in risposta alle recenti iniziative di riforma delle imposte societarie a livello mondiale, di UE e nazionale, quali il quadro inclusivo OCSE/G20 sul Progetto Base Erosion and Profit Shifting (BEPS), la direttiva dell'UE intesa a garantire un livello di imposizione fiscale minimo globale per i gruppi multinazionali di imprese, nonché le modifiche alla legislazione nazionale in materia di imposte sul reddito delle società⁶.

Il recente episodio di ridimensionamento degli IDE nell'area dell'euro ha interessato SPE e "altre istituzioni finanziarie" con caratteristiche simili, mentre le società non finanziarie hanno mostrato maggiore capacità di tenuta in termini di andamento degli investimenti. Infatti, negli ultimi due anni sono state osservate significative tendenze a disinvestimenti anche per le "altre istituzioni finanziarie" che condividono determinate caratteristiche con le SPE, ma non soddisfano tutti i criteri di definizione di SPE (cfr. il grafico C). Si tratta per lo più di istituzioni finanziarie "captive", strumentali alle partecipazioni infragruppo e alle attività finanziarie delle multinazionali, e potrebbero essere interessate da considerazioni di ristrutturazione societaria analoghe a quelle relative alle SPE. Per contro, si tende ad associare le società non finanziarie con forme di IDE più tradizionali, quali investimenti greenfield e per l'espansione delle capacità produttive, e per fusioni e acquisizioni; le loro dinamiche di investimento sono normalmente più coerenti con i cicli finanziari ed economici dell'area dell'euro e mondiali⁷.

⁵ Ad esempio, i dati sulle transazioni indicano che le SPE in Lussemburgo hanno apportato ridimensionamenti complessivi per circa 600 miliardi di euro, sia in attività sia in passività, nel periodo dal primo trimestre del 2020 al secondo trimestre del 2024, mentre le SPE nei Paesi Bassi nello stesso periodo hanno ridimensionato sia attività sia passività di circa 250 miliardi di euro.

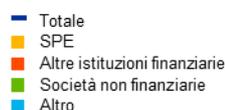
⁶ Per una panoramica delle considerazioni alla base dell'accordo sul quadro inclusivo OCSE/G20 in merito a un livello di imposizione fiscale minimo globale per i gruppi multinazionali di imprese pari al 15 per cento, cfr. la pubblicazione dell'OCSE "[Tax Incentives and the Global Minimum Corporate Tax](#)".

⁷ Cfr. il riquadro 1 *Frammentazione geopolitica negli investimenti diretti esteri greenfield a livello mondiale e dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino per considerazioni sull'effetto dell'allineamento geopolitico sugli IDE greenfield a livello mondiale e dell'area dell'euro.

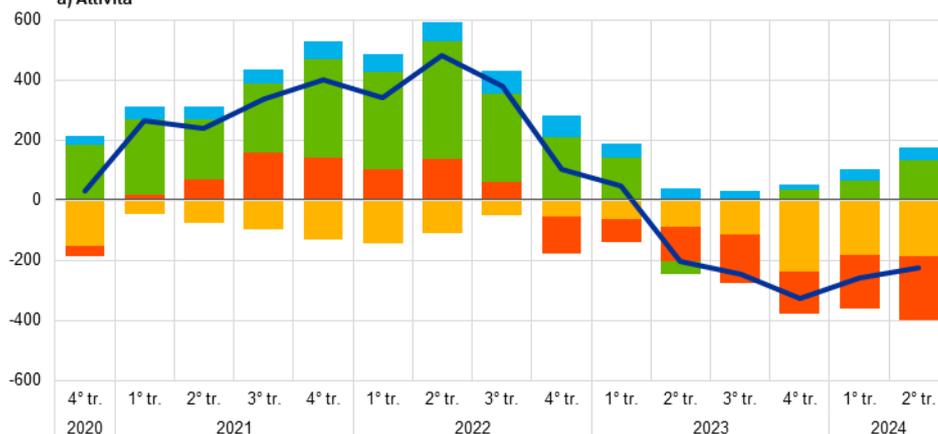
Grafico C

Scomposizione per settore di flussi per IDE dell'area dell'euro

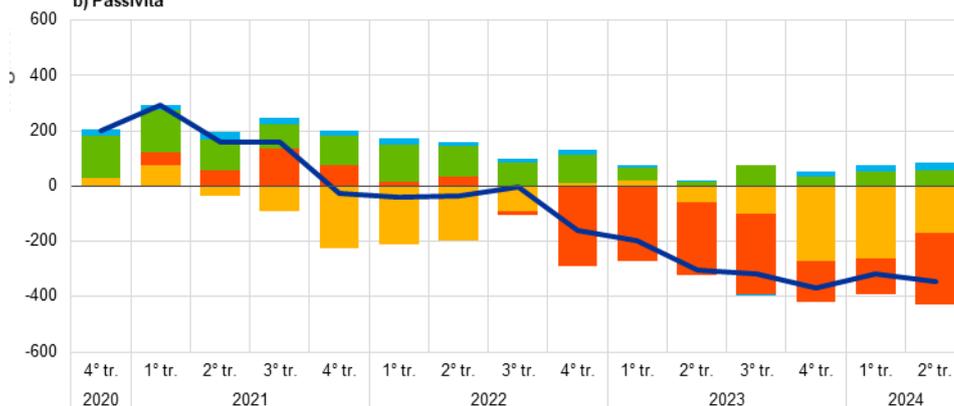
(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)



a) Attività



b) Passività



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: per ciascuno di trimestri indicati sull'asse delle ascisse, i dati mostrano i flussi cumulati per i quattro trimestri alla fine del trimestre in questione. La voce "Altre istituzioni finanziarie" comprende le istituzioni finanziarie diverse da banche, fondi comuni monetari, fondi di investimento, compagnie di assicurazione o fondi pensione e che non sono classificate come SPE. La voce "Altro" comprende tutti i restanti settori residenti.

Le considerazioni esposte nel presente riquadro evidenziano il ruolo importante che le SPE svolgono nei legami finanziari dell'area dell'euro, in particolare con riferimento agli andamenti degli IDE dei centri finanziari.

Per molti aspetti di rilevanza politica, è utile escludere dai dati i contributi delle SPE e di "altre istituzioni finanziarie" con caratteristiche simili. Ulteriori miglioramenti alle statistiche disponibili, quali informazioni sul paese di residenza del controllante ultimo in un rapporto di IDE, potrebbero contribuire a una comprensione ancora migliore degli andamenti finanziari transfrontalieri dell'area dell'euro.

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

a cura di Gwenaël Le Breton, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 95 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 16 e il 26 settembre 2024¹.

Le società contattate hanno segnalato un indebolimento della dinamica dell'attività durante i mesi estivi, in particolare nel settore industriale (cfr. il grafico A e il pannello a) del grafico B). Ciò ha rispecchiato, in particolare, le crescenti preoccupazioni per la competitività e un aumento dell'incertezza legata alla transizione verde, nonché all'evoluzione della situazione politica a livello sia europeo sia mondiale. Di conseguenza, le imprese hanno dovuto ridimensionare gli investimenti e concentrarsi sulla riduzione dei costi, con ripercussioni anche sul clima di fiducia dei consumatori. Ciononostante, il quadro generale è stato coerente con una modesta crescita nell'attività complessiva, in ragione della prosecuzione dell'espansione dei servizi, che ha compensato la contrazione registrata nel prodotto manifatturiero. Tendenzialmente, l'attività complessiva si è collocata al di sotto delle precedenti aspettative, principalmente in Germania e Francia, ma altrove ha mostrato, in genere, una maggiore capacità di tenuta.

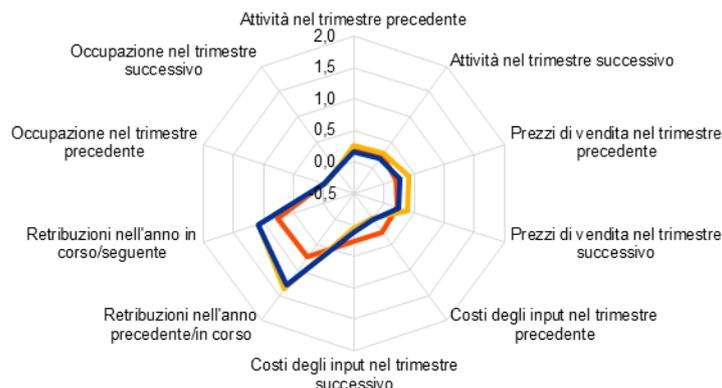
¹ Per ulteriori informazioni sulla natura e sulle finalità di tali contatti, cfr. l'articolo 1 *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite con riferimento all'attività, all'occupazione, ai prezzi e ai costi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

— Edizione corrente
— Edizione precedente
— Media storica



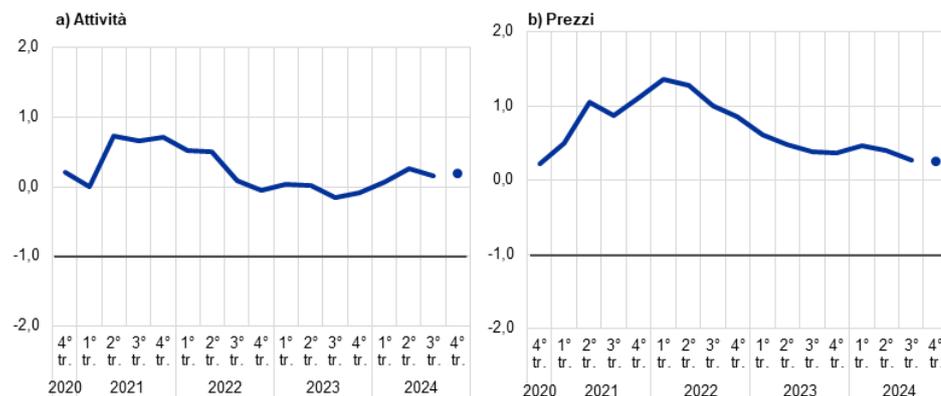
Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE sulla scorta di quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono rispettivamente al terzo e quarto trimestre del 2024, mentre per l'edizione precedente si riferiscono al secondo e al terzo trimestre del 2024. Le interlocuzioni con le società contattate che hanno avuto luogo a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica è una media dei punteggi ottenuti utilizzando sintesi di interlocuzioni passate che risalgono nel tempo fino al 2008.

Grafico B

Dinamica delle indicazioni fornite con riferimento all'andamento e alle prospettive di attività e prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE sulla scorta di quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Il punto si riferisce alle aspettative per il trimestre successivo.

Le società contattate hanno espresso opinioni in qualche misura contrastanti circa l'andamento della spesa per consumi, suggerendo una ripresa finora ancora piuttosto modesta. La maggior parte degli intervistati nei settori dei beni di consumo e del commercio al dettaglio ha continuato a descrivere il mercato come

lievemente polarizzato, in cui la domanda da parte dei clienti più abbienti per i prodotti più costosi ha confermato la propria crescita robusta, mentre altri clienti erano ancora costretti a cercare soluzioni più vantaggiose e opportunità di risparmio. Nel settore del commercio al dettaglio di beni alimentari ciò ha continuato a favorire i negozi economici (discount) a scapito degli esercizi commerciali ordinari e prodotti a marchio del distributore piuttosto che etichette tradizionali. L'interesse dei consumatori più giovani per il reperimento di soluzioni vantaggiose online è stato soddisfatto sempre più da piattaforme elettroniche di commercio al dettaglio non UE, che offrono prodotti a prezzi stracciati. Altri segnali del fatto che i consumatori stiano ancora correggendo i propri bilanci includono gli acquisti di volume inferiore e il vigore delle vendite nell'“economia circolare”. Tale tipo di riutilizzo non ha solo prolungato il ciclo di vita dei prodotti e ridotto i rifiuti, ma si è anche rivelato più accessibile. Per contro, diversi contatti hanno segnalato un aumento della spesa per beni di consumo, attribuendolo all'inflazione più contenuta e alla ripresa dei redditi in termini reali. Sebbene tale rialzo fosse per lo più connesso agli acquisti di beni di consumo non durevoli, ci sono state anche segnalazioni di un inizio di ripresa degli acquisti al dettaglio di grandi elettrodomestici da cucina, rispetto ai minimi registrati dopo la pandemia, anche se la domanda complessiva di tali apparecchi è rimasta contenuta, a causa del perdurare della debolezza dell'edilizia residenziale. La crescita della spesa per consumi di servizi ha superato ancora quella di beni. Ciò si è riflesso nella forte attività legata al turismo nei mesi estivi e in andamenti perfino più positivi delle prenotazioni alberghiere registrate finora per l'autunno e l'inverno. Ciò detto, sono stati altresì osservati segnali crescenti di una maggiore sensibilità ai prezzi elevati da parte della domanda di consumi di servizi turistici: ad esempio, le prenotazioni alberghiere per la bassa stagione sono cresciute in misura più robusta rispetto a quelle per l'alta stagione.

La domanda nel settore automobilistico aveva mostrato una flessione negli ultimi mesi, con ripercussioni in altri comparti dell'industria manifatturiera.

Ciò ha rispecchiato sia una generale mancanza di domanda da parte dei consumatori e delle imprese, sia una domanda ancora fragile o in calo di veicoli elettrici a batteria (VEB). La rinnovata debolezza del settore automobilistico è stata la causa più citata del calo di attività segnalato in molti comparti dei settori di beni di investimento e intermedi. Inoltre, si è ritenuto che l'indebolimento della domanda di VEB sollevasse interrogativi sulla transizione di questo importante settore nel più ampio contesto del conseguimento degli obiettivi climatici, essendo al tempo stesso concausa e sintomo di tale incertezza più generale nell'industria manifatturiera.

Nel settore industriale è stata segnalata crescente apprensione, a causa delle difficoltà legate ai costi elevati e all'incertezza politica che hanno costretto le imprese a ridimensionare gli investimenti e concentrarsi sulla riduzione dei costi.

Le società contattate hanno segnalato volatilità negli elevati prezzi dell'energia, aumento dei costi legati alla regolamentazione e forte crescita salariale come cause dell'erosione della capacità concorrenziale di molte imprese europee sui mercati internazionali. In molti hanno espresso timori crescenti in merito a un approccio di riduzione delle emissioni di anidride carbonica basato su una regolamentazione complessa e su obblighi segnaletici, che in ultima analisi fanno aumentare i costi delle imprese. A questo si è aggiunta l'incertezza legata alla

mancanza di stabilità nel processo decisionale politico riguardo a norme e sussidi in questo ambito. Inoltre, le società contattate hanno segnalato un deterioramento del contesto economico e politico mondiale: in particolare, il rallentamento e la crescente autosufficienza dell'economia cinese, che stava frenando la domanda di esportazioni e intensificando la concorrenza delle importazioni. La combinazione di tali fattori ha determinato in misura crescente una sospensione degli investimenti sia in capacità produttiva, sia legati al clima. Ciò si è riflesso in un minore afflusso di ordini, in gran parte del settore dei beni di investimento, nonché in una domanda ancora bassa, se non in calo, di beni intermedi, quali acciaio e prodotti chimici, anch'essi esposti a un eccesso di capacità produttiva e al protratto calo della domanda proveniente da un settore delle costruzioni in contrazione. In una certa misura, il congelamento dei piani di investimento e l'attenzione alla riduzione dei costi hanno comportato una flessione nella domanda di servizi di consulenza, pur incoraggiando invece quella per alcuni beni immateriali, quali software volti a migliorare l'efficienza. Le società operanti nei settori dell'ingegneria civile o nella fabbricazione di apparecchiature per l'industria aerospaziale e ferroviaria hanno segnalato livelli di produzione in crescita. Tali livelli, tuttavia, sono il risultato di ordini firmati in passato, con date di consegna in un intervallo di diversi anni. Le stesse società hanno anche segnalato livelli relativamente contenuti di nuovi ordinativi, in parte per la paralisi politica e per i vincoli di bilancio pubblico.

Gli intervistati hanno dichiarato di non aspettarsi nel breve termine molte variazioni alla dinamica di crescita complessivamente modesta. Ciò ha rappresentato una certa inversione di tendenza rispetto al clima emerso dalle precedenti interlocuzioni di quest'anno, caratterizzato da un graduale aumento di ottimismo. In molti hanno ancora considerato che l'inflazione più contenuta, il calo dei tassi di interesse e l'incremento dei redditi finirebbero per fornire un maggiore stimolo alla spesa per consumi. Le società contattate hanno comunque mostrato una tendenza a ridimensionare le proprie aspettative in merito al fatto che tale ripresa avvenisse nel 2025. Molti intervistati hanno altresì sottolineato significativi rischi strutturali al ribasso per il settore industriale, in assenza di un contesto regolamentare più stabile e meno oneroso.

Le prospettive per l'occupazione sono state modeste, riflettendo l'attenzione di molte imprese ad aumentare l'efficienza e la produttività. In alcuni comparti del settore manifatturiero (automobilistico, chimico, dell'acciaio) ciò ha significato non soltanto l'adozione di un approccio cauto alle assunzioni, ma anche delle ristrutturazioni in risposta alla domanda debole e/o all'aumento dei costi salariali. Il relativo effetto atteso sull'occupazione aggregata è stato comunque contenuto, in quanto l'occupazione era ancora in crescita in gran parte del settore dei servizi e perché molte aziende, perfino della manifattura, erano ancora alle prese con carenze di manodopera e posizioni vacanti. Le misure adottate da alcune imprese per ridurre i costi hanno pertanto fornito opportunità di reclutamento per altre imprese in mercati del lavoro ancora strutturalmente tesi.

Le società contattate hanno segnalato un ulteriore rallentamento della crescita complessiva dei prezzi (cfr. il grafico A e il pannello b) del grafico B).

Gli esercenti al dettaglio hanno continuato a segnalare un contesto concorrenziale in

cui la clientela è ancora sensibile ai prezzi, che, di conseguenza, sono rimasti piuttosto stabili. Mentre gli intervistati del settore della vendita al dettaglio di beni alimentari hanno assistito ancora a un lieve aumento dei prezzi, in media, nel terzo e quarto trimestre, i commercianti al dettaglio di beni non alimentari hanno segnalato per lo più prezzi stabili o in diminuzione. Nel settore manifatturiero sono stati riferiti prezzi piuttosto stabili nel complesso. In media, nei settori dei beni di investimento e di consumo è stato segnalato un aumento dei prezzi, compensato però da una diminuzione osservata in alcuni comparti del settore dei beni intermedi, soprattutto l'acciaio. La stabilità complessiva dei prezzi nel settore industriale è stata il risultato della situazione economica impegnativa, della forte concorrenza e dei prezzi per lo più invariati di energia e materie prime, evidenti nella domanda complessiva e nelle condizioni dell'offerta nei mercati internazionali. Diversi contatti hanno fatto ancora riferimento al rialzo dei costi di trasporto, a seguito dei notevoli incrementi osservati all'inizio dell'anno per il dirottamento delle navi merci tra l'Asia e l'Europa intorno all'estremo meridionale dell'Africa. Ciononostante, le tariffe del trasporto marittimo erano a questo punto nuovamente in diminuzione, giacché la forte crescita della capacità di trasporto al momento ha superato la domanda, fattore in una certa misura anticipato quest'anno, a causa della suddetta crisi del Mar Rosso. Per quanto riguarda i settori dei servizi alle imprese e ai consumatori, la maggior parte degli intervistati ha confermato un'ascesa dei prezzi, legata alla necessità di trasmettere gli aumenti dei costi della manodopera e il protrarsi della crescita della domanda. Tuttavia, negli ultimi mesi la dinamica complessiva ha mostrato segnali di attenuazione. Oltre alle retribuzioni, la regolamentazione è stata la causa della crescita dei costi citata in misura più preponderante.

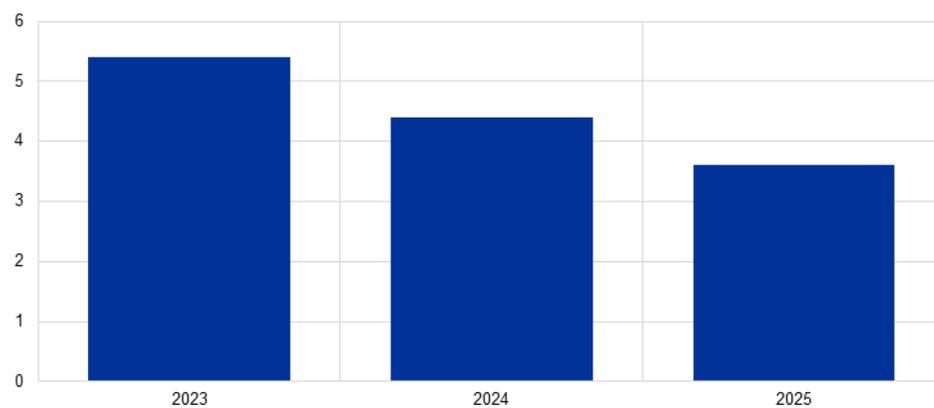
Le società contattate hanno continuato ad attendersi una graduale moderazione della crescita salariale per il prossimo anno (cfr. il grafico C).

Sulla base della media semplice delle indicazioni quantitative fornite, le società contattate hanno valutato la crescita salariale in rallentamento dal 5,4 per cento nel 2023 al 4,4 nel 2024, prevedendo un'ulteriore diminuzione al 3,6 per cento nel 2025. Nonostante il gruppo di società contattate vari, tali aspettative sono fondamentalmente rimaste invariate rispetto alla scorsa interlocuzione. Diversi intervistati hanno comunque segnalato recenti richieste salariali molto elevate da parte dei sindacati. Dal loro punto di vista tali pretese non riflettevano il difficile contesto economico attuale e hanno esacerbato l'incertezza relativa alle prospettive sia salariali sia dell'occupazione.

Grafico C

Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2023 e nel 2024 e media delle loro aspettative per il 2025. Le medie per il 2023, il 2024 e il 2025 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 75, 81 e 73 partecipanti.

5 La principale determinante della recente inflazione secondo i consumatori: variazioni delle percezioni nel tempo

a cura di Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouvavas, Pedro Neves e Katia Werkmeister

Comprendere come i consumatori percepiscono le determinanti dell'inflazione è fondamentale per interpretare le variazioni delle loro aspettative inflazionistiche, che possono influenzare significativamente le decisioni dell'economia reale.

La narrativa che i consumatori costruiscono per spiegare l'inflazione svolge un ruolo fondamentale nel plasmare le loro aspettative, in quanto diverse determinanti, come i salari o i profitti, implicano gradi diversi di persistenza dell'inflazione¹. Per approfondire tale aspetto, a giugno 2023 e a marzo 2024 l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) della BCE ha chiesto loro di selezionare quale ritenessero essere la principale determinante dell'impennata dell'inflazione per il periodo 2022-2023, utilizzando tre opzioni di risposta: profitti delle imprese, costi salariali o costi di altri input. Sebbene le percezioni dei consumatori siano cambiate, in particolare fino all'inizio del 2024, esse si sono successivamente stabilizzate, rendendo i dati dell'indagine di marzo 2024 indicativi di tendenze più generalizzate. L'analisi dell'evoluzione di tali percezioni contribuisce a spiegare gli adeguamenti delle aspettative di inflazione e il modo in cui i cambiamenti nella narrativa macroeconomica influiscono sulla dinamica dell'inflazione futura.

A marzo 2024 la maggior parte dei consumatori dell'area dell'euro ha attribuito l'impennata dell'inflazione, nel periodo 2022-2023, principalmente ai costi di (altri) input, seguita da profitti e salari.

Il pannello a) del grafico A mostra le percentuali di intervistati che hanno scelto ciascuna opzione per ogni paese. Altri costi degli input (ad esempio energia, materie prime o altri costi operativi) sono stati selezionati come la determinante principale dal 66 per cento degli intervistati dell'area dell'euro, seguiti dai profitti delle imprese (20 per cento) e dai salari (14 per cento). Sebbene tale classificazione delle determinanti dell'inflazione sia stata comune tra i singoli paesi, la frequenza di ciascuna risposta ha mostrato notevoli differenze. L'ordine dei paesi si basa sulla percentuale di intervistati che considerano i salari come la determinante principale. I Paesi Bassi (27 per cento) e il Belgio (22 per cento) conducono tale classifica, con l'Austria (19 per cento) e la Germania (17 per cento) che seguono da vicino, mentre la Francia (9 per cento), la Finlandia (8 per cento) e la Grecia (8 per cento) si trovano in fondo. In Grecia una percentuale considerevole di consumatori (43 per cento) ritiene che i profitti delle imprese siano stati la principale determinante dell'inflazione.

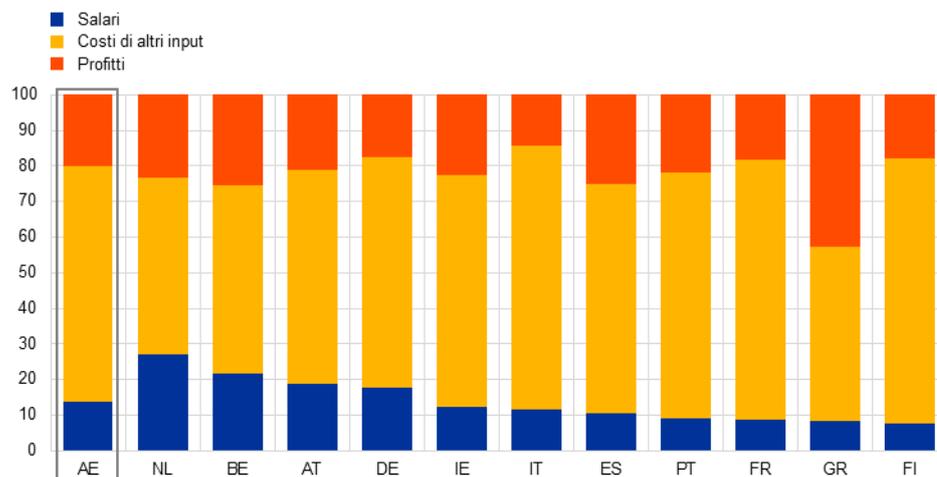
¹ Per evidenze empiriche, cfr. Andre, P. et al., "Narratives about the Macroeconomy". *Discussion Paper*, n. 17305, Centre for Economic Policy Research (CEPR), maggio 2022.

Grafico A

Percezione delle principali determinanti dell'inflazione

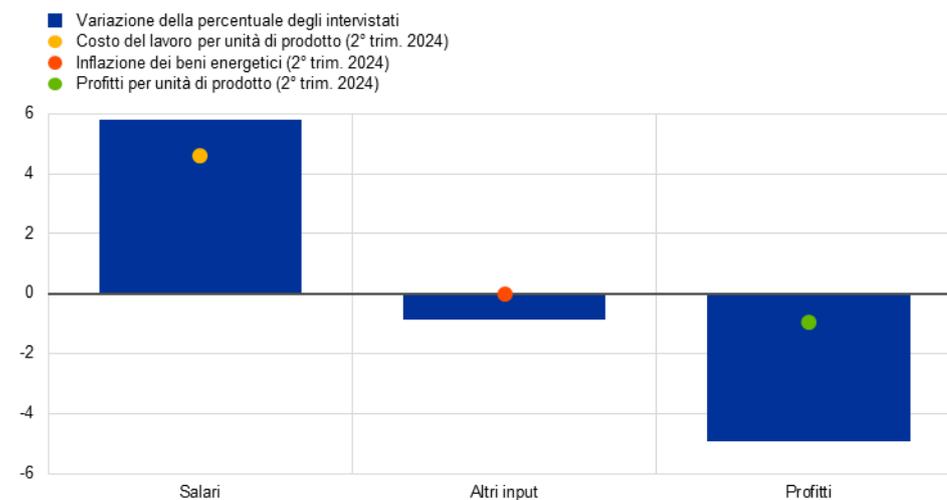
a) Per paese

(in percentuale degli intervistati)



b) Variazione tra giugno 2023 e marzo 2024

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



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, elaborazioni di Eurostat e della BCE.

Note: pannello a): stime ponderate. Percentuali di intervistati che hanno scelto ciascuna opzione per paese a marzo 2024. Il quesito posto nell'indagine CES era il seguente: "A suo parere, qual è stato il principale fattore all'origine della variazione del livello generale dei prezzi di beni e servizi nel suo paese negli ultimi 12 mesi?". Le risposte possibili erano: "1. La determinante principale sono stati gli utili delle imprese; 2. La determinante principale sono stati i costi salariali sostenuti dalle imprese; 3. La determinante principale sono stati i costi degli altri input sostenuti dalle imprese (ad esempio energia, materie prime o altri costi operativi)". Pannello b): le barre si riferiscono alle stime ponderate della variazione delle percentuali di intervistati che hanno scelto ciascuna opzione di risposta tra giugno 2023 e marzo 2024. I punti colorati si riferiscono alle variazioni percentuali sui dodici mesi nel secondo trimestre del 2024 per il costo del lavoro per unità di prodotto, l'inflazione dei beni energetici e i profitti per unità di prodotto, derivati da dati ufficiali.

Rispetto a giugno 2023, le percezioni dei consumatori circa le principali determinanti dell'inflazione si sono spostate verso i salari, sebbene i costi degli altri input siano, nel complesso, ancora considerati la determinante principale. La domanda riguardante la principale determinante percepita dell'inflazione è stata posta per la prima volta nell'indagine CES di giugno 2023 e

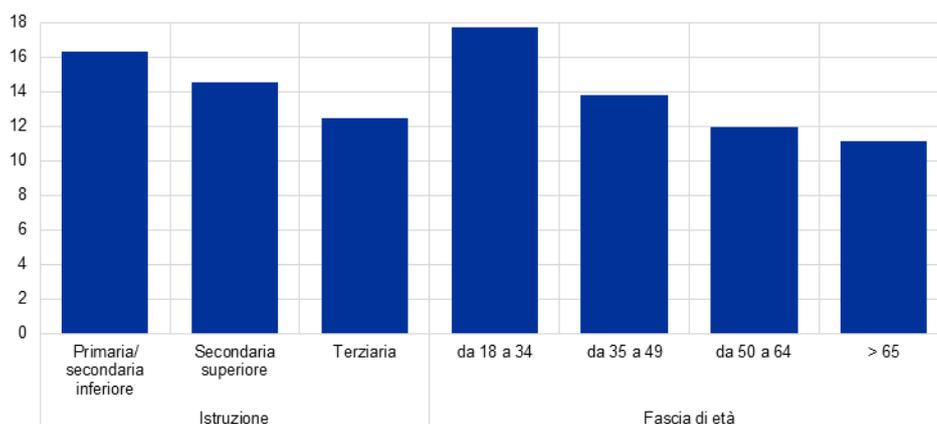
ribadita nell'edizione di marzo 2024². Il pannello b) del grafico A mostra la variazione delle percentuali di intervistati che hanno scelto ciascuna opzione di risposta, tra giugno 2023 e marzo 2024, per l'area dell'euro nel suo insieme. La quota di consumatori che hanno selezionato i profitti delle imprese è diminuita di 5 punti percentuali, mentre quella di coloro che hanno selezionato i costi salariali è aumentata di 6 punti percentuali. Ciò è in linea con l'andamento della crescita salariale e dei profitti per unità di prodotto nello stesso periodo. La percentuale di intervistati che hanno selezionato gli altri costi degli input è rimasta sostanzialmente costante, con variazioni inferiori a un punto percentuale.

Grafico B

Salari quale principale determinante dell'inflazione

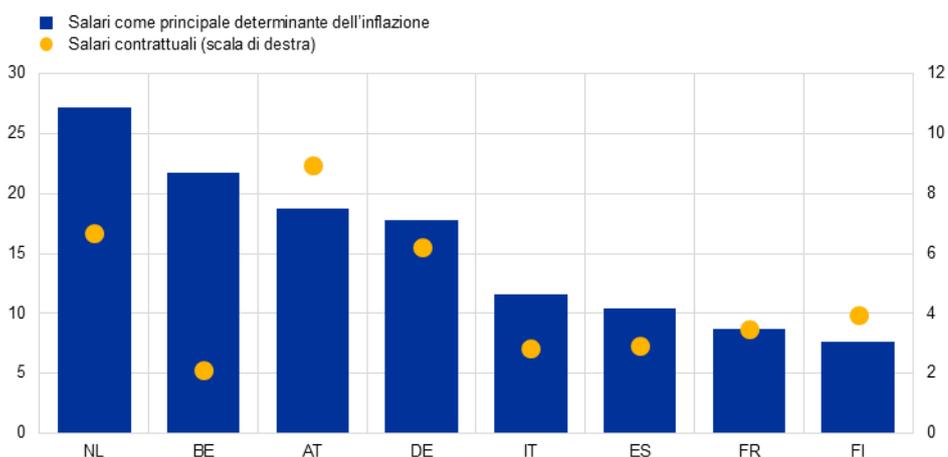
a) Per livello di istruzione ed età degli intervistati

(in percentuale degli intervistati)



b) Per paese e livello di crescita dei salari

(in percentuale degli intervistati; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori

Note: stime ponderate. Percentuale di intervistati che hanno selezionato i salari come principale determinante dell'inflazione per paese a marzo 2024. La voce "Salari contrattuali" si riferisce al tasso di crescita sui dodici mesi, comprensivo di pagamenti una tantum, per il primo trimestre del 2024.

² I risultati dell'indagine CES di giugno 2023 sono presentati e discussi nel riquadro 4 *Principali determinanti della recente inflazione: la percezione dei consumatori* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

I consumatori che considerano le retribuzioni la principale determinante dell'inflazione sono in genere più giovani, non in possesso di un'istruzione universitaria e vivono in paesi in cui la crescita salariale è stata relativamente elevata nell'ultimo anno. Il pannello a) del grafico B mostra la prevalenza dei salari come principale determinante dell'inflazione in base al livello di istruzione e all'età. Una possibile spiegazione di tale risultato è che la recente crescita salariale è stata particolarmente vigorosa tra i lavoratori con salario minimo, che in genere hanno un livello di istruzione più basso e rientrano nella fascia di età più giovane. Inoltre, nei paesi in cui la passata crescita salariale è stata elevata, una percentuale maggiore di intervistati tende a selezionare le retribuzioni come principale determinante dell'inflazione (cfr. il pannello b) del grafico B).

Le variazioni nelle percezioni dei consumatori circa le principali determinanti dell'inflazione seguono gli andamenti recenti. Le retribuzioni hanno acquisito maggiore peso nelle percezioni, mentre il ruolo dei profitti si è affievolito, in linea con i recenti andamenti dei salari e dei profitti per unità di prodotto. Tali variazioni dimostrano come la narrativa riguardante l'inflazione si rifletta nelle percezioni dei consumatori riguardo alle sue principali determinanti, il che, a sua volta, potrebbe influire sul modo in cui essi elaborano le proprie aspettative di inflazione. Pertanto, ciò evidenzia l'importanza di monitorare i cambiamenti nella narrativa dell'inflazione.

6 La capacità predittiva delle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE riguardo alla crescita economica dall'inizio della pandemia di COVID-19

a cura di Adrian Page

Nel periodo successivo alla pandemia le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE riguardo alla crescita hanno dato buoni risultati in termini di accuratezza su orizzonti temporali brevi, nonostante i forti shock che si sono verificati. Mentre l'attendibilità delle proiezioni di inflazione dall'inizio della pandemia è stata ampiamente documentata in precedenti numeri di questo Bollettino, il presente riquadro esamina come le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per la crescita del PIL in termini reali si siano comportate durante questo periodo di turbolenza¹. Non sarebbe stato possibile prevedere le oscillazioni della crescita nel 2020 connesse alle fasi iniziali della pandemia, con conseguenti errori di previsione storicamente elevati². Il presente riquadro si concentra pertanto sulla capacità predittiva delle proiezioni elaborate dopo l'inizio della pandemia. Durante questo periodo, le previsioni sulla crescita a breve termine sono state notevolmente accurate (cfr. il pannello a) del grafico A). Con solo alcune eccezioni nel 2021, quando la crescita ha continuato a risentire dell'imprevedibile andamento della pandemia e delle relative misure di contenimento, gli errori nelle proiezioni sulla crescita del PIL in termini reali un trimestre in avanti sono stati persino più contenuti rispetto alla norma, nonostante i forti shock, compresi quelli causati dalle interruzioni nelle catene di approvvigionamento e dalla guerra russa in Ucraina.

Tuttavia, su un orizzonte temporale di un anno le proiezioni degli esperti hanno sovrastimato la crescita a partire dalla metà del 2022. Su un orizzonte temporale più lungo, le proiezioni un anno in avanti riguardanti la crescita tendenziale del PIL sono state meno accurate e, in diverse occasioni, nel 2022 e nella prima metà del 2023, in particolare, gli errori assoluti di proiezione sono stati superiori alla loro media storica su tale orizzonte (cfr. il pannello b) del grafico A)³. Le proiezioni tra la metà del 2022 e la metà del 2023 hanno sovrastimato la crescita, ma sottostimato l'inflazione. Ciò è coerente con il fatto che gli shock più forti registrati durante tale periodo hanno riguardato le strozzature lungo le catene di

¹ Cfr. il riquadro 5 *Un aggiornamento sull'accuratezza delle recenti proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'inflazione a breve termine* nel numero 2/2024 di questo Bollettino; il riquadro 5 *A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?* nel numero 3/2022 di questo Bollettino. Cfr. anche l'articolo 3 *Performance empirica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema a partire dal 2000* nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

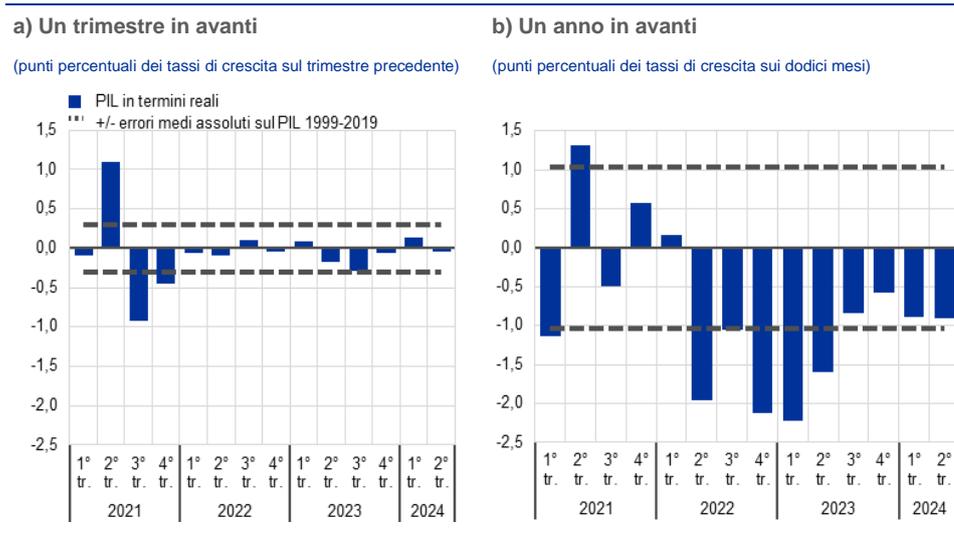
² La proiezione per il secondo trimestre del 2020, formulata nell'esercizio di marzo 2020 dagli esperti della BCE, ha dato luogo all'errore più elevato mai registrato per questo orizzonte temporale, in un contesto in cui le diffuse misure di chiusura (lockdown) legate al COVID-19 hanno comportato una contrazione della crescita dell'11,1 per cento, a fronte di un valore previsto dello 0,1 per cento.

³ Gli errori di proiezione su orizzonti temporali più lunghi, come quelli a due anni, non sono mostrati per brevità, ma seguono un profilo molto simile a quello evidenziato nel pannello b) del grafico A, con sovrastime sistematiche a partire dalla metà del 2022.

approvvigionamento e gli shock dal lato dell'offerta energetica causati dai gravi disagi innescati dalla guerra russa in Ucraina. Tali shock dal lato dell'offerta hanno spinto l'inflazione al rialzo, frenando nel contempo la crescita. Sebbene l'entità degli errori di proiezione per la crescita sia diminuita nell'ultimo anno, essi sono tuttavia rimasti negativi sull'orizzonte temporale di un anno, a indicare una perdurante sovrastima del vigore della ripresa.

Grafico A

Errori di proiezione nella crescita del PIL in termini reali dal 2021



Fonti: proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'errore è il dato effettivo (pubblicato da Eurostat il 6 settembre 2024) meno la proiezione. La voce "Un trimestre in avanti" si riferisce alla proiezione del tasso di crescita trimestrale per il trimestre successivo a quello in cui è stata pubblicata la rispettiva proiezione (ad esempio, l'errore per il secondo trimestre del 2024 nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE nel marzo 2024). La voce "Un anno in avanti" si riferisce alla proiezione del tasso di crescita tendenziale per lo stesso trimestre dell'anno successivo alla rispettiva pubblicazione (ad esempio, l'errore per il secondo trimestre del 2024 nelle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema). Gli errori assoluti medi relativi al PIL in termini reali si riferiscono al periodo compreso tra il 1999 e il 2019 ed escludono i valori anomali registrati durante la crisi finanziaria mondiale.

Per gran parte del periodo in esame i consumi e gli investimenti privati sono stati le principali determinanti alla base degli errori di proiezione un anno in avanti; più di recente, vi hanno contribuito anche le esportazioni nette e le scorte. Scomporre gli errori di proiezione nelle singole componenti del PIL dal lato

della domanda aiuta a spiegare la fonte di tali errori (cfr. il grafico B). Nel 2021 le proiezioni formulate nel corso dell'anno precedente (ossia durante la fase iniziale della pandemia) sono state soggette a un'enorme incertezza, con conseguenti errori rilevanti, ma in parte reciprocamente compensati, tra le diverse componenti.

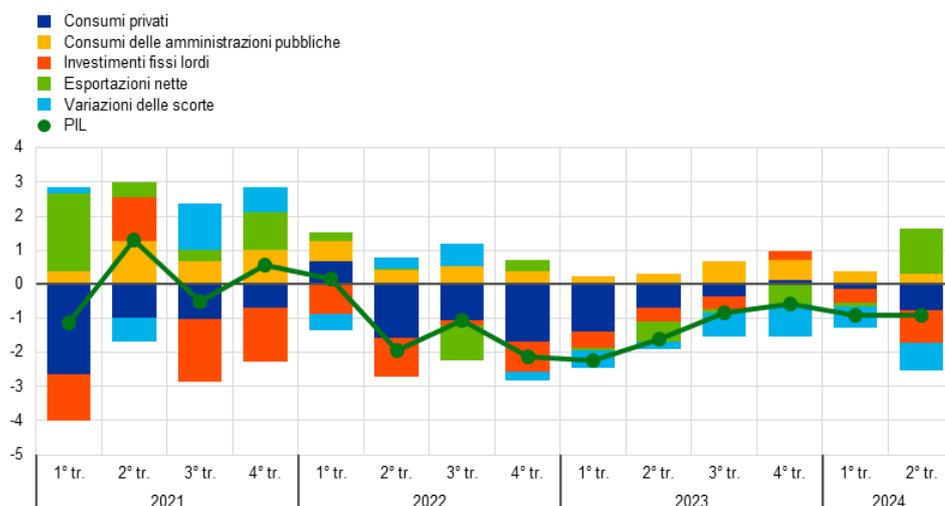
I significativi spostamenti dei modelli di consumo verso i beni durante le prime fasi della pandemia e, successivamente, di nuovo verso i servizi hanno provocato il cambiamento nelle relazioni economiche storiche, riducendo pertanto la prevedibilità dei consumi, degli investimenti e degli scambi con l'estero. Con il progressivo venir meno dell'impatto economico della pandemia, nel 2021 sono emerse interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali, seguite dall'invasione russa dell'Ucraina all'inizio del 2022, che ha causato interruzioni e disagi all'approvvigionamento energetico dell'Europa. Tali shock hanno spinto al rialzo l'inflazione, facendo sì che i redditi reali diminuissero inaspettatamente e i consumi privati registrassero cali inattesi fino alla metà del 2023. Da allora, gli errori relativi ai consumi privati sono stati modesti, giacché gli aumenti inattesi del reddito disponibile

hanno determinato un incremento dei risparmi piuttosto che dei consumi. Anche la crescita degli investimenti ha costantemente sorpreso al ribasso per tutto il periodo successivo alla pandemia. Ciò potrebbe essere in parte riconducibile agli elevati livelli di incertezza di cui si attendeva il venir meno, ma che si sono invece protratti alla luce della serie di shock avversi menzionati. Un altro fattore che ha influito sul PIL in termini reali e su diverse componenti della domanda è stata la politica monetaria della BCE, il cui inasprimento a fronte dell'aumento dell'inflazione è stato notevole e di gran lunga superiore alle aspettative dei mercati. Anche il contributo delle esportazioni nette alla crescita ha tendenzialmente sorpreso al ribasso a causa di una ripresa del commercio mondiale più debole del previsto, ma anche di perdite di competitività, giacché gli shock subiti dai prezzi dell'energia sono stati maggiori nell'area dell'euro rispetto ad altri importanti partner commerciali. Negli ultimi trimestri, il decumulo delle scorte ha esercitato un effetto frenante inatteso sulla crescita, come si evince dai contributi negativi della variazione delle scorte. L'unica componente ad aver sistematicamente sorpreso al rialzo in questo periodo è rappresentata dai consumi delle amministrazioni pubbliche⁴.

Grafico B

Scomposizione degli errori di proiezione del PIL in termini reali un anno in avanti nei contributi delle componenti della domanda

(punti percentuali del tasso di variazione sui dodici mesi)



Fonti: proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: cfr. le note del grafico A. Nel secondo trimestre del 2024 gli errori, consistenti e in parte reciprocamente compensati, nelle componenti delle esportazioni nette e degli investimenti sono in parte riconducibili agli andamenti volatili e imprevedibili connessi ai prodotti di proprietà intellettuale in Irlanda.

Per la quasi totalità del periodo successivo alla pandemia, gran parte degli errori di proiezione è riconducibile agli errori nelle ipotesi esogene. Un altro modo di considerare le fonti degli errori di proiezione consiste nell'esaminare il ruolo delle ipotesi tecniche e delle proiezioni per la domanda estera dell'area dell'euro,

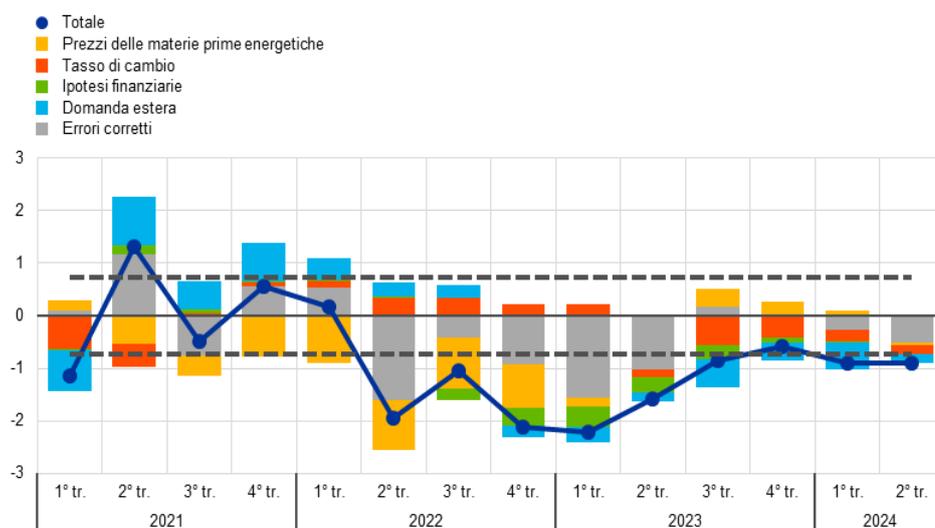
⁴ Ciò riflette il fatto che nel periodo considerato la politica di bilancio è stata più espansiva delle aspettative iniziali, giacché i governi hanno progressivamente adottato e ampliato la gamma di misure di stimolo, procrastinando il risanamento.

entrambi input fondamentali dei modelli di proiezione degli esperti⁵. Il grafico C scompone gli errori relativi al PIL un anno in avanti nell'impatto degli errori in tali ipotesi e in un residuo non spiegato connesso ad altri fattori. Tale impatto può essere stimato utilizzando le elasticità ricavate dai modelli di proiezione degli esperti dell'Eurosistema. I bruschi e inattesi rincari del petrolio e, in particolare, del gas a partire dalla seconda metà del 2021 hanno svolto un ruolo importante nello spiegare gli inattesi andamenti al ribasso della crescita fino alla fine del 2022. A partire dalla metà del 2022 anche le ipotesi finanziarie hanno svolto un ruolo, in particolare gli aumenti dei tassi di interesse, superiori a quanto ipotizzato, menzionati in precedenza. Gli errori nelle ipotesi relative al tasso di cambio hanno avuto un lieve impatto positivo di compensazione nel corso del 2022, cambiando di segno per contribuire negativamente agli errori relativi alla crescita a partire dalla metà del 2023. Infine, la domanda estera ha sorpreso principalmente al rialzo rispetto alle aspettative degli esperti nella prima metà del periodo successivo alla pandemia, per poi contribuire alla sovrastima delle previsioni di crescita dalla fine del 2022.

Grafico C

Scomposizione degli errori di proiezione del PIL in termini reali un anno in avanti: il ruolo degli errori nelle ipotesi esogene

(punti percentuali del tasso di variazione sui dodici mesi)



Fonti: proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: cfr. le note del grafico A. Il contributo degli errori nelle ipotesi esogene agli errori per la crescita del PIL in termini reali si basa sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici degli esperti dell'Eurosistema. La voce "Prezzi delle materie prime energetiche" si riferisce alle ipotesi formulate per i prezzi di petrolio e gas. La voce "Tasso di cambio" corrisponde al tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. La voce "Ipotesi finanziarie" si riferisce a quelle relative ai tassi di interesse a breve e a lungo termine e alle quotazioni dei mercati azionari. La voce "Errori corretti" si riferisce a tutte le altre fonti di errore oltre agli errori nelle ipotesi esogene menzionate. Le linee tratteggiate indicano gli errori assoluti medi nella componente "Errori corretti" nel periodo dal 2003 (la prima data per la quale è disponibile la scomposizione) al 2019, con l'esclusione dei valori anomali registrati durante la crisi finanziaria mondiale.

La correzione per gli errori nelle ipotesi esogene comporta errori di minore entità, che potrebbero essere connessi a un'incertezza persistente e a un impatto dell'inasprimento della politica monetaria potenzialmente maggiore del previsto. Le ipotesi esogene si basano principalmente sui prezzi di mercato e sono considerate esogene rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti per l'area

⁵ Le ipotesi tecniche si riferiscono a variabili fondamentali, quali i prezzi delle materie prime energetiche e i tassi di interesse di mercato, basati sui prezzi dei contratti future e sul tasso di cambio, che si ipotizza si mantenga su livelli recenti al momento dell'elaborazione delle proiezioni.

dell'euro. La correzione per gli errori di queste ipotesi consente di isolare la parte restante dell'errore complessivo di proiezione (cfr. le barre grigie dell'istogramma nel grafico C), attribuibile ai modelli utilizzati per costruire le proiezioni e alle valutazioni degli esperti⁶. Tali errori corretti sono stati notevolmente più contenuti per gran parte del periodo campione, soprattutto a partire dalla metà del 2023. Le linee tratteggiate nel grafico C mostrano la media storica, durante i periodi non di crisi, dei valori assoluti di questi errori corretti. Solo in quattro trimestri gli errori corretti (barre grigie dell'istogramma) sono maggiori di tali medie in termini assoluti, nonostante l'elevata incertezza di questo periodo. Ma quali fattori potrebbero essere all'origine di questi errori? Come indicato in precedenza, un fattore straordinario è stato rappresentato dalle ampie sottostime dell'impennata dell'inflazione (che è andata oltre quanto spiegabile con le ipotesi tecniche) e dal relativo impatto sul reddito disponibile. Lo shock subito dai prezzi dell'energia ha inoltre determinato perdite persistenti e inattese di competitività, al di là di quanto le ipotesi sul tasso di cambio abbiano colto. Le tensioni geopolitiche, soprattutto in Ucraina e più di recente in Medio Oriente, hanno avuto un impatto significativo sull'incertezza e sulla fiducia. Un altro fattore potrebbe essere connesso all'impatto della politica monetaria. Mentre le barre verdi dell'istogramma del grafico C colgono l'impatto degli errori nelle ipotesi finanziarie basate sui modelli di proiezione degli esperti dell'Eurosistema, altri modelli suggeriscono effetti più marcati⁷. Inoltre, le non linearità nella trasmissione connesse all'eccezionale rapidità e intensità dell'inasprimento della politica monetaria o al passaggio da un contesto di tassi di interesse "bassi a lungo" a un regime di tassi di interesse elevati potrebbero aver avuto un impatto sull'economia maggiore di quanto suggerito dai consueti modelli di proiezione.

In conclusione, nonostante la serie di ampi shock che ha colpito l'economia dell'area dell'euro negli ultimi anni, gli errori nelle proiezioni di crescita formulate dagli esperti sono risultati in linea con le medie precedenti la pandemia. Le prospettive restano tuttavia caratterizzate da una notevole incertezza. Gli esperti sono alla continua ricerca di soluzioni per migliorare i propri modelli di previsione e apportare correzioni discrezionali nei casi in cui i modelli manchino sistematicamente il bersaglio. Alcuni dei risultati di questi sforzi sono rinvenibili negli errori di proiezione per la crescita a breve termine; questi sono stati più contenuti rispetto alla media storica, nonostante gli shock fortissimi a cui abbiamo assistito. Sebbene gli errori di proiezione un anno in avanti siano stati persistentemente negativi, in gran parte ciò è riconducibile agli errori nelle ipotesi esogene. Gli errori restanti riflettono probabilmente i cambiamenti significativi e persistenti osservati negli ultimi anni nelle relazioni economiche fondamentali.

Va tenuto presente che gli errori illustrati in questo riquadro si riferiscono alle proiezioni pubblicate fino a giugno 2023. Gli esperti hanno già tenuto conto del flusso negativo di informazioni pervenute da allora: ad esempio, le prospettive di crescita per il 2024 sono state riviste al ribasso dall'1,5 per cento delle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2023 dagli esperti dell'Eurosistema allo 0,8 per cento, in quanto le informazioni recenti suggeriscono una ripresa più debole del previsto. Le proiezioni economiche restano, tuttavia, caratterizzate da una notevole

⁶ Cfr. "Why we need models to make projections", *Il Blog della BCE*, 5 luglio 2023.

⁷ Cfr. il riquadro 6 *L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

incertezza. Al fine di illustrare l'impatto potenziale delle fonti di incertezza più rilevanti, le proiezioni sono di norma accompagnate da scenari alternativi che evidenziano i rischi principali e intervalli di incertezza più generici⁸.

⁸ Cfr. gli intervalli di incertezza che caratterizzano le proiezioni per la crescita del PIL in termini reali mostrati nel grafico 1 e ["Scenari alternativi per il clima di fiducia dei consumatori e implicazioni per l'economia"](#), *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2024*.

Decodificare le revisioni delle aspettative sui tassi di riferimento: indicazioni dall'indagine presso gli analisti monetari

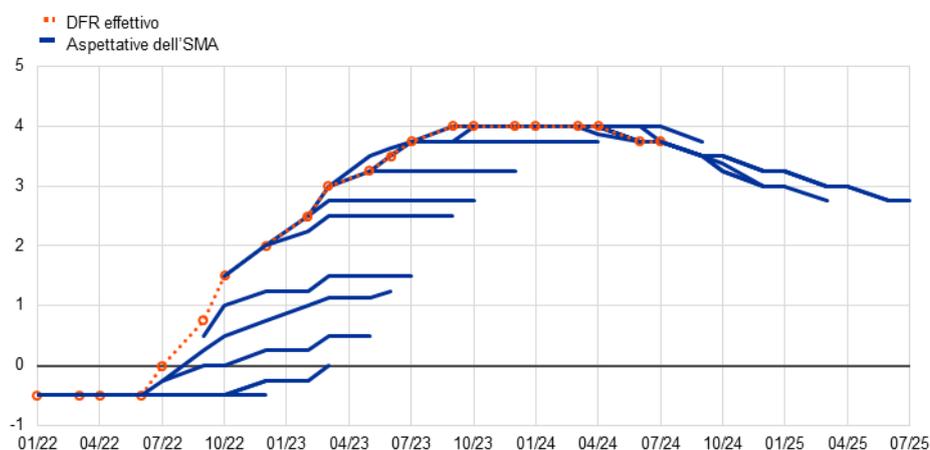
a cura di Yildiz Akkaya e Boryana Ilieva

Durante il ciclo di rialzo dei tassi, nel 2022 e nel 2023, gli operatori dei mercati finanziari e gli analisti hanno apportato frequenti e consistenti aggiustamenti alle loro aspettative circa i livelli dei tassi di riferimento della BCE. Tra luglio 2022 e settembre 2023 i partecipanti all'indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) hanno rivisto costantemente le proprie aspettative sull'andamento dei tassi di interesse, con l'innalzamento del picco atteso per il tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) di 350 punti base, dallo 0,5 al 4 per cento (cfr. il grafico A).

Grafico A

Revisioni dell'indagine presso gli analisti monetari (SMA) alle aspettative sull'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale (DFR) su orizzonti fino a un anno e del tasso effettivo sui depositi presso la banca centrale

(punti percentuali)



Fonti: indagine presso gli analisti monetari (SMA) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra l'evoluzione delle aspettative mediane dell'SMA (blu) e del DFR (rosso). L'ultima osservazione si riferisce a settembre 2024.

Comprendere perché i partecipanti all'indagine presso gli analisti monetari rivedano le proprie aspettative è importante ai fini del processo decisionale della politica monetaria, in quanto fornisce indicazioni su come le variazioni delle valutazioni economiche, delle proiezioni di inflazione, del clima di fiducia dei mercati e delle azioni di politica monetaria influenzino il profilo atteso dei tassi di riferimento. Sulla base delle risposte dei singoli partecipanti all'indagine, le revisioni dell'andamento atteso del tasso sui depositi presso la banca centrale possono essere scomposte in diversi fattori determinanti utilizzando un'analisi di

regressione¹. Fra tali fattori figurano le variazioni delle valutazioni degli analisti riguardo allo stato dell'economia — in particolare l'inflazione misurata sullo IAPC e le aspettative di crescita del PIL su orizzonti fino a un anno — e il tasso sui depositi presso la banca centrale nel lungo periodo. Un altro fattore riguarda le variazioni della curva dei tassi a termine che non sono determinate dalle aspettative di inflazione e crescita, ma associate alla comunicazione di politica monetaria e al clima di fiducia dei mercati finanziari, come si evince dai movimenti della curva dei tassi a termine denominati Bloomberg meeting-to-meeting (BBG M2M). I valori BBG M2M sono ortogonalizzati rispetto alle aspettative degli intervistati su inflazione e crescita del PIL, cogliendo in tal modo le variazioni che vanno al di là di tali aspettative. Un ultimo insieme di fattori include differenze nelle aspettative degli analisti rispetto alle ultime proiezioni sull'inflazione formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema e variazioni inattese dei tassi di riferimento². Nell'insieme, tali fattori rappresentano il 50 per cento della variazione nelle revisioni dei partecipanti all'indagine circa l'andamento atteso del tasso sui depositi presso la banca centrale³.

Le aspettative individuali degli intervistati su inflazione e crescita del PIL sono all'origine di una quota significativa delle revisioni apportate all'andamento atteso dei tassi di riferimento (cfr. il grafico B). Dall'analisi dell'entità dei contributi offerti dai diversi fattori alle revisioni del tasso sui depositi presso la banca centrale a partire da gennaio 2022, le revisioni delle aspettative di inflazione misurata sullo IAPC e di quelle di crescita del PIL emergono come determinanti fondamentali durante l'impennata dell'inflazione. La rilevanza delle variazioni dei fattori macroeconomici ai fini delle revisioni del profilo del tasso sui depositi presso la banca centrale in tale periodo suggerisce che gli analisti hanno percepito una funzione di reazione della politica monetaria coerente, soprattutto in periodi di accresciuta variabilità macroeconomica. Nei casi in cui le variazioni dei tassi di riferimento non erano state previste, la variazione inattesa si riflette naturalmente come una determinante fondamentale nelle revisioni delle aspettative.

¹ La regressione è stimata utilizzando i dati dell'indagine a livello individuale e tiene conto dell'eteroschedasticità nella stima degli errori standard. Per un'analisi simile, ma con i dati aggregati dell'indagine, cfr. Bernardini, M. e Lin, A., "Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor Rule", *Economics Letters*, vol. 235, febbraio 2024.

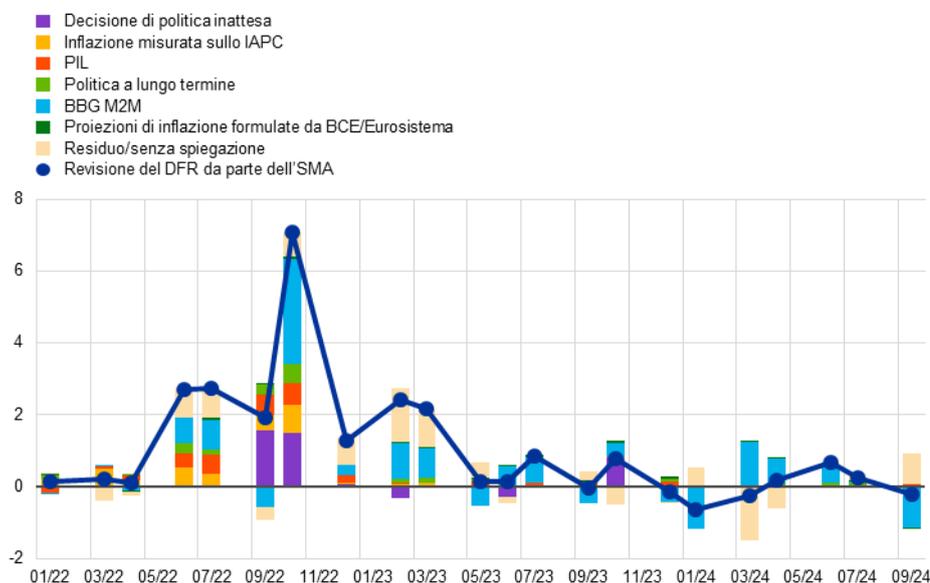
² L'indicatore prospettico preciso dei mercati finanziari, incluso nelle regressioni, è la media settimanale del DFR atteso, come rispecchiata dai tassi a termine BBG M2M nella settimana precedente la diffusione dell'indagine. I tassi a termine sono ortogonalizzati rispetto alle stesse aspettative degli intervistati circa l'inflazione misurata sullo IAPC e la crescita del PIL in termini reali. In effetti, le variazioni dei tassi a termine BBG M2M sono legate a componenti della curva di mercato, quali l'impatto della comunicazione della BCE, il clima di fiducia dei mercati e altri fattori non collegati agli andamenti macroeconomici. Le proiezioni degli esperti della BCE e dell'Eurosistema rappresentano lo scostamento delle ultime proiezioni disponibili per l'inflazione misurata sullo IAPC su un orizzonte di un anno in avanti rispetto all'aspettativa di inflazione di ciascun partecipante sullo stesso orizzonte temporale.

³ Un'analisi precedente, presentata nel riquadro 6 [Errori nelle previsioni di politica monetaria durante il recente ciclo di inasprimento: evidenze dall'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari](#) nel numero 1/2024 di questo Bollettino, ha mostrato che gli errori nelle previsioni dei partecipanti all'indagine presso gli analisti monetari erano principalmente riconducibili a revisioni delle loro aspettative macroeconomiche, suggerendo che gli analisti hanno percepito una funzione di reazione della politica monetaria coerente. L'analisi attuale è in linea con tali risultati, incorporando al contempo variabili di controllo aggiuntive, quali le proiezioni sull'inflazione degli esperti della BCE e dell'Eurosistema e i tassi a termine BBG M2M, che, è stato riscontrato, hanno un impatto significativo sulle aspettative sui tassi di riferimento.

Grafico B

Scomposizione delle revisioni cumulative dell'indagine presso gli analisti monetari nelle aspettative sull'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale (su orizzonti fino a un anno)

(punti percentuali)



Fonti: indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le revisioni delle aspettative circa l'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale e la loro scomposizione a partire da gennaio 2022. Le dimensioni degli effetti si basano sui coefficienti di regressione panel e sulla media dei singoli fattori che contribuiscono in ciascuna edizione dell'indagine. I regressori sono le componenti inattese dei fattori discussi nel testo. Poiché l'indagine è condotta prima di ciascuna riunione del Consiglio direttivo, i dati sono ritardati rispetto alle date di tali riunioni. Ad esempio, la barra di settembre 2024 riflette differenze rispetto a prima e dopo la riunione del Consiglio direttivo di luglio. L'ultima osservazione si riferisce a settembre 2024.

L'impatto delle aspettative dei mercati finanziari su quelle sul tasso sui depositi presso la banca centrale degli intervistati nell'indagine presso gli analisti monetari svolge un ruolo fondamentale, insieme agli aggiornamenti delle loro previsioni macroeconomiche. Una parte considerevole delle revisioni è sistematicamente spiegata dalle variazioni della curva dei tassi a termine BBG M2M. I tassi a termine, a loro volta, rispondono non solo alle aspettative di crescita dello IAPC e del PIL, ma alle variazioni di una serie più ampia di indicatori macroeconomici, nonché alla comunicazione della BCE. L'allineamento delle revisioni degli andamenti del tasso sui depositi presso la banca centrale e dei tassi a termine indica che i partecipanti all'indagine considerano un'ampia gamma di informazioni al momento di formare le proprie aspettative. Ciò evidenzia l'importanza di indicatori alternativi e più sfumati dell'orientamento di politica monetaria, in particolare in assenza di indicazioni prospettiche esplicite sui tassi di riferimento.

L'accresciuta rilevanza delle informazioni dei mercati finanziari sottolinea l'importanza di comprendere e gestire le aspettative del mercato. Mentre l'importanza delle informazioni dei mercati finanziari sulle aspettative macroeconomiche è stata minore durante l'impennata dell'inflazione, il contributo delle informazioni macroeconomiche alla formazione delle aspettative riguardanti il tasso sui depositi presso la banca centrale è divenuto meno pronunciato a partire dal 2023. Tale variazione si è verificata allorché l'entità degli shock è diminuita significativamente e le aspettative si sono maggiormente allineate alle informazioni

macroeconomiche più recenti, in particolare per quanto riguarda l'inflazione complessiva. Le informazioni di mercato hanno invece iniziato a svolgere un ruolo dominante a partire dal 2023, anche per il rialzo dei tassi di settembre 2023. Ciò suggerisce che gli analisti abbiano adeguato le proprie previsioni sulla politica monetaria alle aspettative dei mercati finanziari, che potrebbero essere state influenzate da una serie di fattori. Se da un lato i mercati finanziari reagiscono a una gamma più ampia di informazioni macroeconomiche rispetto a quella rilevata dall'indagine presso gli analisti monetari, dall'altro è importante notare che la comunicazione della BCE, insieme alle notizie macroeconomiche, influisce a tutti gli effetti sui tassi a termine. Nel complesso, le evidenze illustrano il ruolo fondamentale che le informazioni di mercato svolgono nel determinare le aspettative derivate dalle indagini, soprattutto perché gli intervistati dell'indagine presso gli analisti monetari si trovano a dover far fronte alle complessità di un panorama economico volatile.

8 Posizione di bilancio dell'area dell'euro nel 2024

a cura di Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier,
Nadine Leiner-Killinger e Philip Muggenthaler

Dopo anni di misure di sostegno volte a contenere l'impatto della pandemia di COVID-19 e della recente crisi energetica, sono stati elaborati dei piani per migliorare in misura più incisiva le posizioni di bilancio dei paesi dell'area dell'euro nel 2024. Tra il 2020 e il 2023 è stata attivata la clausola di salvaguardia generale contenuta nel Patto di stabilità e crescita dell'UE, volta a garantire che le politiche di bilancio potessero offrire alle economie dell'Unione il sostegno necessario a far fronte all'impatto avverso della pandemia e della crisi energetica. Per il 2024 il Consiglio europeo aveva concordato a giugno 2023 delle raccomandazioni specifiche per paese sulle politiche di bilancio¹, che richiedevano una normalizzazione di tali politiche, dato il graduale esaurirsi della crisi energetica. Nel contempo, gli orientamenti hanno rispecchiato il fatto che il 2024 sarebbe stato un anno di transizione verso un nuovo quadro di regole di bilancio dell'UE. Il nuovo quadro è entrato in vigore il 30 aprile 2024, con l'obiettivo di divenire operativo entro il 2025². In tale contesto, il presente riquadro fornisce una panoramica degli andamenti di bilancio dell'area dell'euro nel 2024, in base alle correzioni apportate alle posizioni di bilancio nei vari esercizi di proiezioni macroeconomiche per l'area elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Di fatto le proiezioni indicano che la posizione di bilancio corretta per gli effetti del ciclo dell'area dell'euro nel suo complesso continuerebbe a migliorare nel 2024, pur rimanendo notevolmente al di sotto del livello precedente la pandemia (cfr. il grafico A). Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, il saldo primario dell'area dell'euro corretto per gli effetti del ciclo economico, vale a dire il saldo di bilancio al netto della componente ciclica e della spesa per interessi, passerebbe dal -1,9 per cento del PIL nel 2023 al -1,4 nel 2024. Dopo un aumento marginale nel 2023, tale miglioramento più significativo è in larga misura ascrivibile alla revoca della maggior parte delle misure di sostegno adottate dai governi dell'area in risposta alla crisi energetica e all'elevata inflazione³. Nonostante tale andamento, secondo le proiezioni il saldo primario dell'area dell'euro corretto per gli effetti del ciclo si confermerebbe al di sotto del proprio livello precedente la pandemia (2019) di oltre 2 punti percentuali. Per il periodo compreso tra il 2019 e il 2024 i paesi caratterizzati da un livello elevato di debito hanno mostrato una tendenza ad avere una posizione

¹ Tali raccomandazioni, che fornivano orientamenti di bilancio specifici per paese per il 2023 e il 2024, suggerivano di ridurre tempestivamente le misure di sostegno connesse all'energia e di utilizzare i conseguenti risparmi per contenere i disavanzi pubblici. Cfr. "[Semestre europeo 2023: concordate le raccomandazioni specifiche per paese](#)", comunicato stampa, Consiglio dell'Unione europea, 16 giugno 2023.

² Cfr. Haroutunian, S. et al. "[The path to the reformed EU fiscal framework: a monetary policy perspective](#)", *Occasional Paper Series*, n. 349, BCE, 2024.

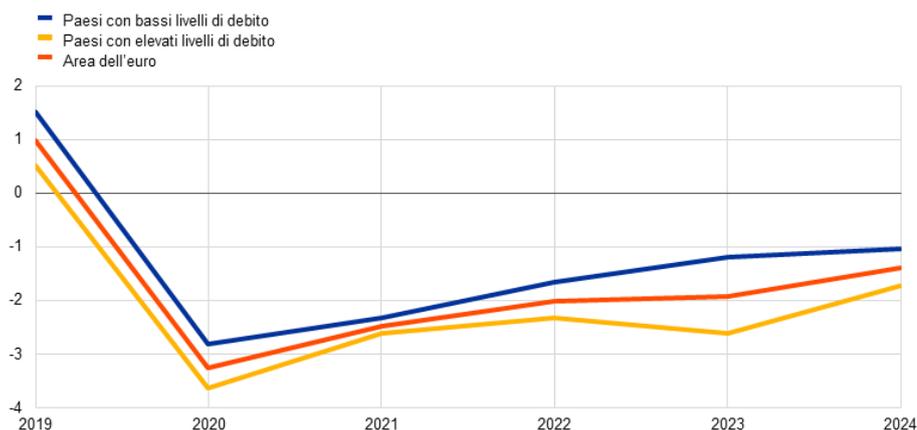
³ Per ulteriori dettagli cfr. la sezione 6 [Andamenti della finanza pubblica](#) nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

primaria corretta per gli effetti del ciclo più debole rispetto a quelli a basso debito, malgrado il più ampio miglioramento atteso per il 2024⁴.

Grafico A

Andamenti del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo: area dell'euro e confronto tra paesi ad alto e basso livello di debito

(in percentuale del PIL)



Fonte: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024.

Note: il grafico mostra le medie ponderate per il PIL del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, con riferimento all'area dell'euro in termini aggregati e ai due insiemi di paesi raggruppati in base al livello di debito. La voce "Paesi con elevati livelli di debito" si riferisce al gruppo di paesi dell'area dell'euro con un rapporto tra debito pubblico e PIL superiore al 90 per cento nel 2023 (Belgio, Grecia, Spagna, Francia, Italia e Portogallo). I restanti paesi sono raggruppati sotto la voce "Paesi con bassi livelli di debito".

Prendendo in esame gli esercizi delle proiezioni, per il 2024 la posizione di bilancio dell'area dell'euro corretta per gli effetti del ciclo è stata consecutivamente rivista al ribasso a partire dall'edizione di settembre 2023.

Tale recente e graduale correzione al ribasso nelle proiezioni della media ponderata per il PIL del saldo primario del 2024 corretto per gli effetti del ciclo ha interessato entrambi i gruppi di paesi, sebbene sia stata più marcata per i paesi con elevati livelli di debito (cfr. il pannello a) del grafico B)⁵. Tale insieme di paesi mostra anche un disavanzo di bilancio di gran lunga superiore (cfr. il pannello b) del grafico B), in parte riconducibile alla spesa per interessi, considerevolmente più alta rispetto a quella dei paesi a basso reddito e soggetta a correzioni al rialzo più significative fin dai primi esercizi delle proiezioni (cfr. il pannello c) del grafico B).

I dati effettivi riguardanti il 2024 continuano a essere caratterizzati da incertezza e segnali contrastanti. Da un lato, le posizioni di bilancio del 2024 potrebbero risultare in certa misura migliori di quanto indicato nelle proiezioni macroeconomiche formulate a settembre 2024 dagli esperti della BCE, a causa delle correzioni al rialzo attese per il PIL di diversi paesi nel contesto delle revisioni

⁴ Definiti come i paesi dell'area dell'euro con un debito pubblico superiore al 90 per cento del PIL nel 2023; gli indicatori relativi al gruppo sono espressi come media ponderata per il PIL.

⁵ Si noti che per alcune economie più piccole appartenenti al gruppo dei paesi con elevati livelli di debito (la cui ponderazione per PIL è più bassa), in particolare il Portogallo, le proiezioni del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo sono state riviste al rialzo tra settembre 2023 e settembre 2024.

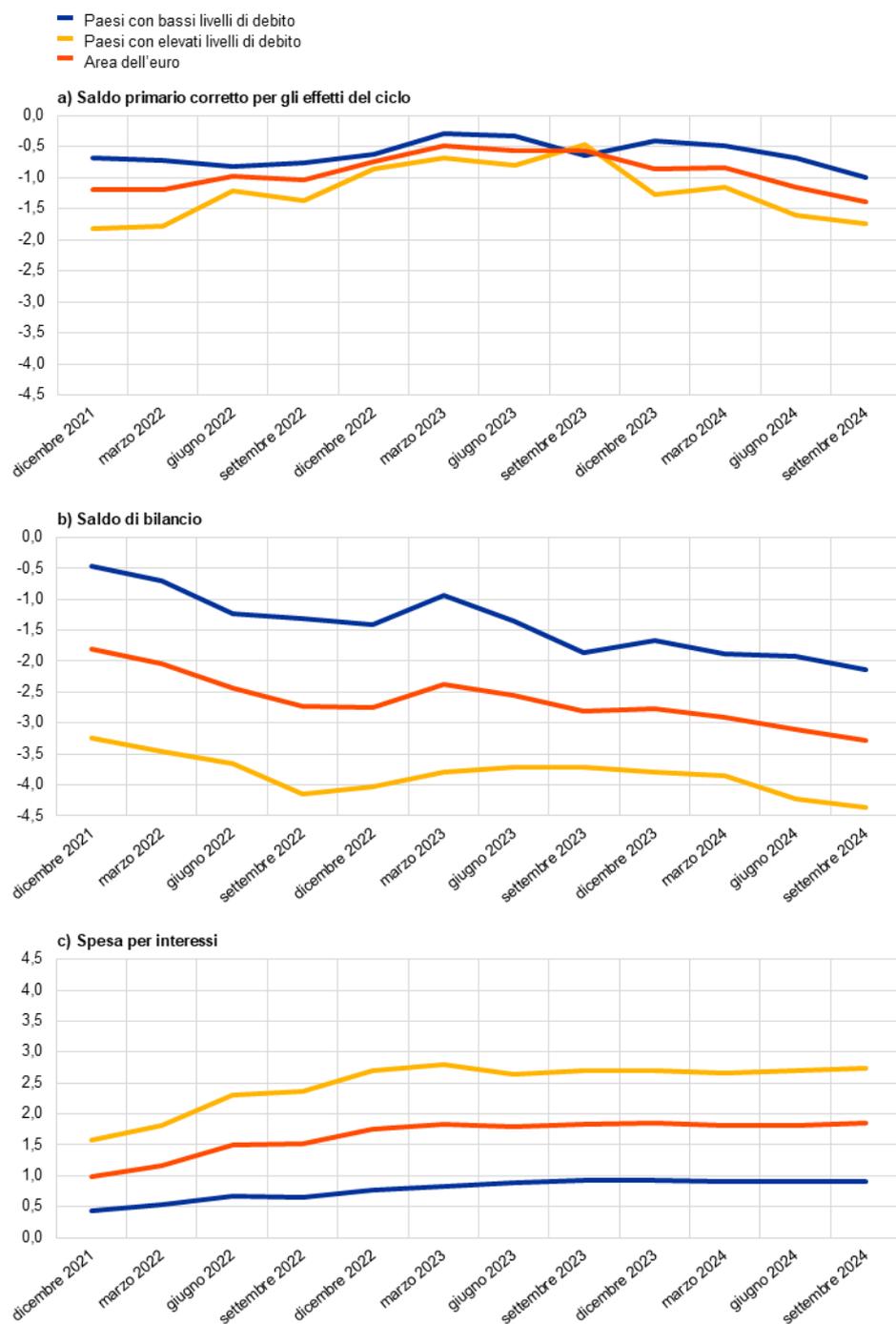
statistiche generali dei conti nazionali per il 2024⁶. Inoltre, alcuni governi (ad esempio l'Italia, tra le grandi economie) segnalano risultati migliori per il 2024 nei propri documenti programmatici di bilancio per il 2025. Dall'altro lato, le ultime stime ufficiali per il disavanzo del 2024 in Francia si collocano al di sopra del 6 per cento del PIL in assenza di ulteriori misure di risanamento, un valore più elevato rispetto alle stime precedenti.

⁶ Per il lavoro preparatorio relativo alle revisioni statistiche generali, cfr. ["2024 benchmark revision of national accounts and balance of payments: Overview on motivation, main changes and implementation aspects"](#), comunicato stampa, Eurostat, 29 febbraio 2024. Per un numero limitato di paesi, le posizioni di bilancio nelle proiezioni di settembre 2024 riflettono, almeno in parte, le revisioni dei conti nazionali di riferimento.

Grafico B

Alcuni indicatori di bilancio per il 2024 nei diversi esercizi di proiezione

(in percentuale del PIL)



Fonti: proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a settembre 2024 e precedenti esercizi di proiezione a partire dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2021 (primo esercizio contenente proiezioni per il 2024).

Note: per il metodo di calcolo degli aggregati, cfr. le note del grafico A. Il saldo di bilancio può essere scomposto in saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo, spesa per interessi (corrisposti sul debito delle amministrazioni pubbliche) e componente ciclica (tale componente, che dipende dall'output gap e dalle elasticità di bilancio, non è riportata nel grafico). Il saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo risente anche degli effetti di composizione, che emergono se le basi imponibili macroeconomiche variano in misura differente rispetto alle stime dell'output gap.

A partire dal 2025 i paesi saranno soggetti ai requisiti di bilancio previsti dal nuovo quadro di regole dell'UE. Al 15 ottobre la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro aveva pubblicato i propri documenti programmatici di bilancio per il 2025. Tali piani illustrano, tra le altre cose, come i governi intendano ottemperare al nuovo quadro di regole a partire dal 2025. I piani disponibili alla data di ultimo aggiornamento dei dati contenuti in questo numero del Bollettino vanno nella direzione di un miglioramento del saldo di bilancio primario corretto per gli effetti del ciclo in circa la metà dei paesi, in particolare Germania, Italia, Malta e Slovacchia^{7,8}. Nel gruppo dei paesi con elevati livelli di debito, il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo rimane pressoché invariato per Grecia e Portogallo rispetto al 2024, dati gli avanzi da essi previsti per il 2025.

La Commissione europea, nell'ambito del suo pacchetto d'autunno, dovrebbe valutare i documenti programmatici di bilancio degli Stati membri dell'UE.

Alla fine di novembre, generalmente, la Commissione europea adotta i propri pareri sui documenti programmatici di bilancio per l'anno successivo. Inoltre, è previsto che fornisca una valutazione sull'eventuale raccomandazione al Consiglio europeo per l'approvazione dei piani strutturali di bilancio a medio termine che i paesi devono presentare per la prima volta, in ottemperanza al nuovo quadro di riferimento dell'UE, per il periodo 2025-2028⁹. Tali piani delineeranno un percorso di crescita della spesa netta che, ove applicabile, consentirebbe di collocare il rapporto tra il debito pubblico e il PIL su una traiettoria plausibilmente discendente nel medio periodo¹⁰. Questo percorso di crescita della spesa netta dovrebbe partire dal livello della corrispondente spesa aggregata osservato nel 2024. Di conseguenza, qualunque differenza tra le attuali previsioni delle posizioni di bilancio dell'anno in corso e i risultati finali acquisirà rilevanza al momento di valutare se i paesi abbiano soddisfatto in misura sufficiente i propri piani strutturali di bilancio a medio termine.

⁷ A causa dei diversi metodi di calcolo della correzione per gli effetti del ciclo, le stime contenute nei documenti programmatici di bilancio non sono del tutto comparabili con la metodologia della BCE utilizzata nelle proiezioni macroeconomiche formulate dai suoi esperti a settembre 2024.

⁸ Alla data di ultimo aggiornamento dei dati contenuti in questo numero del Bollettino (16 ottobre 2024), i documenti programmatici di bilancio per Belgio, Spagna, Francia, Croazia, Lituania e Austria non erano stati pubblicati sulla [pagina web](#) dedicata della Commissione.

⁹ Il pacchetto della Commissione comprenderà anche le raccomandazioni di cui all'articolo 126, paragrafo 7, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), per correggere i disavanzi eccessivi di sette Stati membri (Belgio, Francia, Italia, Ungheria, Malta, Polonia e Slovacchia).

¹⁰ Per "spesa netta" si intende la spesa pubblica al netto della spesa per interessi, delle misure discrezionali sul lato delle entrate, della spesa per i programmi dell'Unione interamente finanziata dai fondi dell'Unione, della spesa nazionale per il cofinanziamento di programmi finanziati dall'Unione, della componente ciclica della spesa per i sussidi di disoccupazione, delle misure a tantum e di altre misure temporanee (cfr. [l'articolo 2, paragrafo 2, del Regolamento \(UE\) 2024/1263](#)).

Articoli

1 La responsabilità della BCE per il proprio operato nei confronti del Parlamento europeo per il periodo 2019-2024: impegno in tempi di cambiamento

a cura di Ferdinand Dreher, Nils Hernborg, Sarah Mochhoury, Timothy Mulder e Hanni Schölermann

1 Introduzione

L'indipendenza della BCE, in particolare nelle sue decisioni di politica monetaria, assicura che essa sia in grado di perseguire efficacemente la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo, tale indipendenza è controbilanciata dall'obbligo di dar conto del proprio operato, volto a garantire che la BCE continui ad essere responsabile nei confronti dei cittadini e dei loro rappresentanti, assicurando così la legittimità democratica delle proprie azioni. La BCE adempie quest'obbligo principalmente tramite l'informativa periodica al Parlamento europeo. Ciò include la pubblicazione del Rapporto annuale della BCE, le audizioni periodiche del Presidente della BCE dinanzi al Parlamento europeo e le risposte alle interrogazioni scritte presentate dagli europarlamentari. Il dialogo con il Parlamento europeo consente alla BCE di rispondere alle domande e alle preoccupazioni dei rappresentanti eletti, spiegare in dettaglio le proprie azioni e politiche, chiarire i propri obiettivi e dimostrare come stia adempiendo al proprio mandato. Ciò consente ai cittadini dell'UE e ai loro rappresentanti di comprendere meglio le politiche della BCE e di formarsi un giudizio circa i risultati da essa conseguiti in relazione al suo mandato, assicurando così la trasparenza e mantenendo la fiducia del pubblico¹.

La BCE assolve i propri obblighi di trasparenza sia dal lato delle attività di banca centrale sia da quello della vigilanza, garantendo chiarezza e responsabilità nell'ambito di entrambi i ruoli. Per quanto attiene alla funzione di banca centrale, la BCE è responsabile per le sue decisioni di politica monetaria e per i compiti connessi dell'Eurosistema. Sul fronte della vigilanza, il ruolo della BCE nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) prevede la vigilanza diretta delle banche significative nell'unione bancaria, imponendo anche in questo caso di rendere conto del proprio operato al Parlamento europeo, con doveri e canali distinti, come illustrato nel riquadro 2. Questo duplice obbligo di rendiconto assicura che la BCE svolga sia le sue funzioni di politica monetaria sia quelle di vigilanza con un elevato livello di responsabilità e trasparenza.

¹ Per una trattazione più approfondita sull'obbligo di rendiconto della BCE e sulla sua rilevanza, cfr. la sezione 2 dell'articolo 1 di Fraccaroli, N., Giovannini, A. e Jamet, J-F., *L'evoluzione delle prassi adottate dalla BCE in tema di accountability durante la crisi* nel numero 5/2018 di questo Bollettino.

Nel corso del nono mandato del Parlamento europeo (2019-2024) la BCE ha adottato misure decisive per garantire la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Le ripercussioni economiche della pandemia e la conseguente impennata dell'inflazione, aggravata dalla guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina, hanno posto sfide sia per la stabilità dei prezzi sia per la stabilità finanziaria. La BCE ha risposto in modo deciso a questi sviluppi, al fine di assicurare che l'inflazione tornasse all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. A marzo 2020 la BCE ha avviato ingenti acquisti di attività nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) per garantire l'ordinata trasmissione della politica monetaria e sostenere la ripresa economica dell'area dell'euro dalla pandemia. Dopo l'impennata dell'inflazione conseguente all'invasione russa dell'Ucraina a febbraio 2022, la BCE ha adottato misure consecutive di rialzo dei propri tassi di interesse di riferimento sino ai livelli più elevati finora raggiunti, per assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione dell'area dell'euro al proprio obiettivo e per evitare il consolidarsi delle pressioni sui prezzi.

A luglio 2021 la BCE ha concluso il riesame della propria strategia di politica monetaria e ha avviato i lavori su un euro digitale. Nel rivedere la propria strategia per il 2020-2021, la BCE ha riesaminato la conduzione della sua politica monetaria sullo sfondo di un panorama economico in evoluzione. La BCE ha chiarito che il modo migliore per conseguire la stabilità dei prezzi è perseguire un obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento nel medio termine. Come parte dell'esito del riesame, il Consiglio direttivo ha avviato un piano di azione sul clima, che integra i rischi legati al cambiamento climatico nel proprio assetto di politica monetaria². Ha inoltre adottato misure per modernizzare la comunicazione relativa alla politica monetaria, allo scopo di renderla più accessibile al grande pubblico. Nello stesso periodo l'Eurosistema ha avviato il suo progetto sull'euro digitale, con l'obiettivo di garantire che i cittadini continuino ad avere accesso alla moneta della banca centrale nell'era digitale. A seguito dell'analisi iniziale sulla possibile emissione di un euro digitale pubblicata a ottobre 2020, a luglio 2021 il Consiglio direttivo ha avviato ufficialmente il progetto sull'euro digitale³. Data l'importanza del progetto per l'Eurosistema, l'economia europea e i suoi cittadini, la BCE ha avviato un intenso dialogo con tutte le parti interessate e a partire da ottobre 2020 ha intrattenuto scambi di opinioni pubblici con il Parlamento europeo dedicati a un euro digitale, per illustrare il proprio lavoro sul progetto (cfr. il riquadro 1).

Le politiche adottate dalla BCE in risposta ai cambiamenti economici e strutturali durante la nona legislatura sottolineano l'importanza della trasparenza per legittimare le azioni intraprese. È essenziale che una banca centrale indipendente dia conto del proprio operato spiegando e motivando le proprie azioni in piena trasparenza di fronte ai rappresentanti eletti per legittimare le proprie decisioni⁴. In quanto organo eletto che rappresenta i cittadini dell'UE, al Parlamento europeo sono rivolti i maggiori sforzi della BCE per spiegare le proprie decisioni e politiche. Ciò è stato ribadito non solo con uno [scambio di](#)

² Cfr. il comunicato stampa della BCE *Il Consiglio direttivo della BCE approva la nuova strategia di politica monetaria* dell'8 luglio 2021.

³ Cfr. il [Rapporto su un euro digitale](#), BCE, ottobre 2020.

⁴ Cfr. Blinder, A.S., *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, 1998.

corrispondenza formalmente sottoscritto dalle presidenti della BCE e del Parlamento europeo a giugno 2023, ma anche da ulteriori innovazioni nelle interazioni tra BCE e Parlamento europeo introdotte durante la legislatura del 2019-2024.

In tale contesto, il presente articolo esamina le interazioni con cui la BCE ha dato conto del proprio operato nel corso del nono mandato del Parlamento europeo. In primo luogo, richiama gli elementi fondamentali del regime di responsabilità della BCE e discute le innovazioni nelle relative prassi, nonché le nuove aree di dialogo con il Parlamento europeo emerse durante la legislatura. In secondo luogo, analizza il contenuto e la forma delle interazioni mirate alla trasparenza nel corso della nona legislatura, confrontandole con le legislature precedenti. Fornisce una panoramica delle tematiche sollevate dalle interrogazioni presentate dai deputati al Parlamento europeo in occasione delle audizioni trimestrali con la BCE e di come queste siano collegate al contesto economico in evoluzione e alle azioni di politica della banca centrale. L'articolo verte principalmente sulla responsabilità della BCE per il proprio operato nell'ambito delle attività di banca centrale, mentre il riquadro 2 fornisce un'analisi comparativa delle interazioni della vigilanza bancaria della BCE.

2 Il regime di responsabilità della BCE: innovazioni e nuovi spazi di dialogo

Gli obblighi della BCE in materia di trasparenza sono sanciti dal diritto primario dell'UE. Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) attribuisce al Parlamento europeo la responsabilità primaria di chiedere conto del proprio operato alla BCE⁵. In conformità con le disposizioni del Trattato, la BCE ha l'obbligo di presentare un rapporto annuale sulle proprie attività indirizzato, tra gli altri, al Parlamento europeo. Il Trattato stabilisce inoltre che, su richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, il Presidente o un membro del Comitato esecutivo della BCE possano essere ascoltati dalla commissione competente del Parlamento europeo⁶.

Nel corso degli anni la BCE ha collaborato con il Parlamento europeo per rafforzare la propria responsabilità anche al di là dei requisiti imposti dal Trattato. Oltre agli obblighi relativi al Rapporto annuale, la BCE è tenuta a rendere conto del proprio operato anche attraverso diversi canali non menzionati dal Trattato, incluse audizioni trimestrali dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari (ECON), interrogazioni scritte e visite annuali presso la BCE

⁵ Se da un lato la BCE ha anche obblighi statuari sul rendere conto del proprio operato al Consiglio dell'UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo, dall'altro l'organo a cui la BCE è tenuta primariamente a rispondere delle proprie attività è il Parlamento europeo, i cui membri sono i rappresentanti eletti dei cittadini dell'Europa. Cfr. l'articolo 284, paragrafo 3, del TFUE e l'articolo 15.3 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

⁶ Conformemente all'articolo 283 del TFUE, il Parlamento europeo è altresì consultato sulla nomina dei membri del Comitato esecutivo della BCE, i quali sono invitati ad audizioni informali dinanzi alla Commissione ECON del Parlamento europeo prima della loro nomina da parte del Consiglio europeo.

(cfr. la tavola 1 per una panoramica dei principali canali di rendiconto)⁷. Tali prassi si sono evolute nel corso degli anni in collaborazione con il Parlamento europeo. Ad esempio, nel 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare un riscontro scritto alla risoluzione sul suo Rapporto annuale da parte del Parlamento europeo, in risposta a una richiesta di quest'ultimo⁸. Tale pratica ha ulteriormente migliorato il dialogo e dimostra che la BCE ha modificato le prassi informative in risposta alle preoccupazioni espresse dal Parlamento europeo⁹.

La BCE pubblica inoltre un'ampia gamma di ulteriore documentazione, in cui illustra le considerazioni alla base delle sue valutazioni economiche e delle decisioni di politica monetaria, che può essere utilizzata dai rappresentanti eletti per esaminare il suo operato. Si tratta innanzitutto della dichiarazione di politica monetaria e della conferenza stampa che seguono ogni riunione del Consiglio direttivo in cui viene discussa la politica monetaria e dei successivi resoconti di tali riunioni. Le nuove proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti sono descritte in un rapporto dettagliato che delinea le proiezioni e le relative valutazioni. Inoltre, i membri del Comitato esecutivo tengono costantemente discorsi e rilasciano interviste sulla politica monetaria e sulle considerazioni circa gli andamenti economici. Dopo ciascuna riunione del Consiglio direttivo, la BCE pubblica regolarmente il proprio Bollettino economico, che si concentra sulla disamina degli andamenti economici e su questioni di attualità. Tutte queste pubblicazioni contengono valutazioni e considerazioni che confluiscono nelle decisioni di politica monetaria e possono essere utilizzate dal Parlamento europeo per chiedere alla BCE di rendere conto del proprio operato nelle interazioni periodiche. Per quanto concerne la stabilità finanziaria, la BCE pubblica il Macroprudential Bulletin e la Financial Stability Review semestrale. Il riesame della strategia della BCE ha portato inoltre a un'ampia revisione delle sue prassi di comunicazione. Una decisione importante è stata quella di pubblicare resoconti più dettagliati delle riunioni di politica monetaria, migliorando così la trasparenza del processo decisionale della BCE e ottemperando alle precedenti richieste del Parlamento europeo.

⁷ Gli organi preparatori del Parlamento europeo supportano i membri della Commissione ECON con adeguate competenze, anche con riunioni informative sulle politiche della BCE, e con un gruppo di esperti esterni che redige documenti e conduce incontri preparatori sulle questioni di attualità selezionate per le audizioni. Per maggiori informazioni sui temi sollevati durante la nona legislatura, cfr. ["Monetary Dialogues during the 9th legislative term"](#), *Briefing*, Unità di governance economica e controllo dell'UEM (EGOV), giugno 2024. Per i documenti recenti redatti da esperti esterni e gli incontri preparatori, cfr. la pagina dedicata al [Dialogo monetario](#) sul sito Internet del Parlamento europeo.

⁸ Cfr. anche Fraccaroli, N., Giovannini, A. e Jamet, J-F., op. cit.

⁹ Un esempio recente è il Rapporto annuale 2023 della BCE, che include il riquadro 8 [L'obiettivo secondario nella politica monetaria della BCE](#) e approfondisce ulteriormente il legame tra l'obiettivo primario e quello secondario della BCE, ove pertinente, nel Rapporto in risposta a una richiesta contenuta nella [Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2023 sul rapporto annuale della Banca centrale europea per il 2022](#).

Tavola 1

Principali canali utilizzati dalla BCE per rendere conto del proprio operato

Canale	Descrizione
Rapporto annuale della BCE	Ogni anno la BCE presenta al Parlamento europeo, al Consiglio dell'UE, alla Commissione europea e al Consiglio europeo un rapporto annuale sui propri compiti, sulle attività del Sistema europeo di banche centrali e sulla politica monetaria dell'Eurosistema. Il documento viene illustrato al Parlamento europeo dal Vicepresidente della BCE in una sessione dedicata della Commissione ECON. Il Parlamento europeo prepara quindi una risoluzione sul Rapporto annuale della BCE, che viene discussa in seduta plenaria alla presenza del Presidente della BCE e poi adottata. La BCE fornisce un riscontro dettagliato alla risoluzione in un documento pubblicato insieme al Rapporto annuale per l'anno successivo.
Audizioni dinanzi al Parlamento europeo	Il Presidente della BCE partecipa ad audizioni trimestrali dinanzi alla Commissione ECON del Parlamento europeo. Anche altri membri del Comitato esecutivo partecipano ad audizioni dinanzi a questa Commissione per illustrare le motivazioni e le decisioni della BCE su argomenti specifici.
Interrogazioni scritte	I membri del Parlamento europeo possono rivolgere interrogazioni scritte al Presidente della BCE in qualsiasi momento. Le risposte sono pubblicate sui siti della BCE e del Parlamento europeo.
Interazioni ad hoc con i membri del Comitato esecutivo della BCE	Su richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, il Presidente della BCE o altri membri del Comitato esecutivo potrebbero partecipare a scambi di opinioni ad hoc presso la Commissione ECON, un gruppo di rappresentanti o un sottogruppo di tale Commissione, oppure la stessa più altre commissioni parlamentari, durante i quali i deputati possono porre interrogazioni e discutere questioni che rientrano negli ambiti di competenza della BCE.
Visite alla BCE	Ogni anno i membri del Comitato esecutivo della BCE ospitano una delegazione della Commissione ECON per discussioni informali su questioni che rientrano negli ambiti di competenza della BCE.

Nel corso della nona legislatura la BCE e il Parlamento europeo hanno adottato, sotto forma di scambio di corrispondenza, misure volte a formalizzare il rendiconto dell'operato della Banca centrale. Nel giugno 2023 le presidenti della BCE e del Parlamento europeo hanno firmato uno [scambio di corrispondenza](#) che specifica ulteriormente i citati canali di informativa e costituisce un'intesa comune sulle relative prassi sviluppate dal 1998 nell'ambito dell'attività di banca centrale. In esso si precisano, ad esempio, gli impegni assunti dalla BCE e dal Parlamento europeo per quanto riguarda la pubblicazione di interrogazioni e risposte scritte, nonché le modalità delle audizioni. Questa tappa fondamentale, che ora fornisce una struttura trasparente e formalizzata per gli accordi in materia di responsabilità, testimonia l'impegno congiunto delle due istituzioni a proseguire un dialogo efficace, sottolineando lo sforzo collaborativo di entrambe volto a plasmare efficacemente il loro rapporto di trasparenza. Prima della firma lo scambio di corrispondenza ha ricevuto ampio sostegno, da un lato, dalla Commissione ECON, dalla Commissione per gli affari costituzionali e dalla Conferenza dei presidenti e, dall'altro, dal Consiglio direttivo della BCE, a dimostrazione della più ampia importanza istituzionale attribuita a questo importante passo.

Al tempo stesso la BCE e il Parlamento europeo hanno anche intensificato le loro interazioni per tenere conto di nuovi filoni di lavoro e attività presso la Banca centrale. L'area di sviluppo più rilevante è il progetto in corso sull'euro digitale. La BCE ha avviato un dialogo intenso con la Commissione ECON per spiegare le questioni tecniche e rispondere alle domande dei deputati tramite corrispondenza e scambi pubblici di opinioni tenuti con cadenza regolare: dieci di questi scambi hanno avuto luogo nel periodo compreso tra ottobre 2020 e la fine della nona legislatura, a luglio 2024. Il riquadro 1 fornisce ulteriori dettagli sulle interazioni connesse al progetto sull'euro digitale. Inoltre, il Parlamento europeo ha interagito strettamente con la BCE nel contesto del riesame della sua strategia e del suo piano di azione sul clima, compresa l'attuazione di quest'ultimo. Sono state

organizzate riunioni specifiche per discutere il riesame della strategia, sia in corso sia dopo la sua conclusione¹⁰. La BCE ha inoltre costantemente informato il Parlamento europeo circa l'attuazione del piano di azione sul clima e ha risposto a numerose domande sull'argomento in audizioni e lettere, nonché durante le visite presso la BCE¹¹. Durante la nona legislatura si è anche svolta una serie di audizioni ad hoc su questioni economiche specifiche, come ad esempio quelle tenutesi a marzo e giugno 2022 sull'impatto macroeconomico delle sanzioni dell'UE nei confronti della Russia e sul Rapporto sulla convergenza della BCE precedente l'adozione dell'euro da parte della Croazia¹².

Inoltre, la BCE e il Parlamento europeo hanno rafforzato ulteriormente la comunicazione e migliorato il formato delle interazioni. Il Consiglio direttivo si è impegnato a rendere più accessibile al grande pubblico la comunicazione riguardante le decisioni di politica monetaria, anche strutturando la relativa dichiarazione su una narrativa chiara, con l'obiettivo di renderla più comprensibile, e integrandola con una versione grafica più semplice e concisa, rivolta al pubblico generale. Analogamente, è stato oggetto di miglioramenti anche lo stile comunicativo delle dichiarazioni introduttive rilasciate dalla Presidente della BCE in occasione delle audizioni trimestrali dinanzi alla Commissione ECON. A partire dal 2021, tali dichiarazioni sono integrate da un nuovo documento di due pagine contenente alcuni grafici che ne illustrano visivamente i punti principali¹³. La nuova politica di comunicazione della BCE è stata accolta con favore dal Parlamento europeo, che, in diverse occasioni, ne ha elogiato gli sforzi volti a rendere più accessibili ai cittadini le comunicazioni che illustrano le sue decisioni^{14,15}. Inoltre, il Parlamento europeo ha modificato anche il formato delle audizioni, rendendole più interattive e rafforzandone le caratteristiche inerenti alla responsabilità per il proprio operato.

¹⁰ Oltre che in varie audizioni periodiche dinanzi alla Commissione ECON, il riesame della strategia è stato discusso anche in occasione di una speciale visita virtuale presso la BCE a maggio 2021. Inoltre, a seguito della conclusione del riesame a luglio 2021, è stata organizzata un'udienza a porte chiuse con la Commissione ECON per presentarne l'esito e rispondere alle domande sulla nuova strategia di politica monetaria.

¹¹ Cfr., ad esempio, la [lettera della Presidente della BCE a Irene Tinagli, Presidente della Commissione ECON, sui progressi compiuti sul piano di azione sul clima del 4 luglio 2022](#); e la [lettera dalla Presidente della BCE a Irene Tinagli, Presidente della Commissione ECON, sul piano per il clima e la natura 2024-2025 del 30 gennaio 2024](#).

¹² Cfr. Panetta, F., "[The ECB's 2022 Convergence Report](#)", dichiarazione introduttiva in occasione dell'assemblea del Gruppo di lavoro sui paesi candidati all'adesione all'euro (Euroaccession Countries Working Group) della Commissione ECON del Parlamento europeo, 1 giugno 2022.

¹³ Cfr., ad esempio, il documento [Introductory statement in charts](#) redatto per l'audizione della Presidente della BCE presso la Commissione ECON del 15 febbraio 2024.

¹⁴ Nelle risoluzioni sul Rapporto annuale della BCE per il 2022 e per il 2023, il Parlamento europeo ha accolto con favore "la nuova politica della BCE in materia di comunicazioni, che include modalità più accessibili per spiegare e presentare le decisioni strategiche della BCE ai cittadini e alle parti interessate". Nella risoluzione sul Rapporto annuale della BCE per il 2021, il Parlamento europeo ha riconosciuto "gli sforzi che la BCE sta compiendo per migliorare la comunicazione con il Parlamento" e, inoltre, ha concordato con la Presidente Lagarde "sulla necessità che la BCE renda più moderna la comunicazione delle sue politiche e del loro impatto ai cittadini".

¹⁵ Per un'analisi della comunicazione della BCE nelle audizioni parlamentari e nelle conferenze stampa che seguono le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, cfr. Fraccaroli, N., Giovannini, A., Jamet, J-F. e Persson, E., "Does the European Central Bank speak differently when in parliament?", *The Journal of Legislative Studies*, vol. 28(3), agosto 2022, pagg. 421-447. Il documento mostra che la BCE si avvale delle audizioni parlamentari principalmente per spiegare meglio le decisioni presentate inizialmente nel corso delle conferenze stampa, ma anche per inserirle in un contesto più ampio. Inoltre, mette in evidenza una riduzione della complessità del linguaggio e un miglioramento della chiarezza delle conferenze stampa e delle audizioni parlamentari in concomitanza con l'attuazione del riesame della strategia della BCE.

A partire da giugno 2022, i deputati al Parlamento europeo hanno la possibilità di rivolgere una domanda complementare alle risposte fornite dalla Presidente della BCE nel corso del primo turno della sessione di domande e risposte. Complessivamente, tali modifiche hanno contribuito a rendere le audizioni più efficaci, esplicative e inclusive.

Riquadro 1

L'euro digitale: un caso di studio sull'intensificazione della comunicazione e della collaborazione con il parlamento

a cura di Nele Nomm e Hanni Schölermann

Il presente riquadro tratta di come la BCE abbia intensificato la propria collaborazione con il Parlamento europeo, al fine di illustrare il proprio operato su un euro digitale e fornire competenze tecniche sui relativi progressi, anche con riferimento alla legislazione dell'UE. Un euro digitale semplificherebbe la vita dei cittadini attraverso una forma digitale di contante: un mezzo di pagamento emesso dalla banca centrale, digitale e universalmente accettato in tutta l'area dell'euro. Trattandosi di un argomento nuovo, una comunicazione trasparente e una collaborazione attiva da parte dell'Eurosistema sono fondamentali, anche per gestire domande e timori¹⁶. Un euro digitale è un progetto europeo comune, corredato da un pacchetto legislativo¹⁷. Durante il processo è pertanto imprescindibile un'interlocuzione con le parti coinvolte, mirata a fornire le delucidazioni e il contributo tecnico necessari a incoraggiare il progredire del dibattito¹⁸.

L'avvio di scambi di opinioni dedicati all'euro digitale con il membro del Comitato esecutivo della BCE responsabile dinanzi alla Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo ha rappresentato un importante elemento di novità della nona legislatura. Sebbene già in passato i membri del Comitato esecutivo avessero partecipato a scambi ad hoc dinanzi alla Commissione ECON, volti a spiegare la ratio e le decisioni della BCE su argomenti specifici, gli incontri dedicati all'euro digitale rappresentano la prima occasione in cui viene istituita un'interlocuzione più strutturata e a cadenza regolare su un argomento specifico. Il primo scambio di opinioni pubblico su un euro digitale ha avuto luogo a ottobre 2020 e altri dieci si sono svolti nel corso della nona legislatura, con un aggiornamento periodico dei deputati al Parlamento europeo sullo stato di avanzamento del progetto¹⁹. Un altro elemento distintivo di tale approccio consiste nel fatto che la progettazione e gli aspetti operativi di un euro digitale vengono discussi in modo esplicito con il Parlamento europeo prima dell'approvazione del Consiglio direttivo della BCE.

In queste occasioni i deputati del Parlamento europeo hanno espresso un vivo interesse per vari argomenti connessi a un euro digitale. Nel corso della nona legislatura i parlamentari hanno mostrato un'attiva attenzione per le motivazioni alla base del progetto sull'euro digitale e per la tempistica prevista dalla BCE (cfr. il grafico A). Da principio, si trattava maggiormente di domande relative al possibile impatto di un euro digitale su banche e pagamenti. Col passare del tempo e con il progredire del lavoro della BCE sul progetto, nonché con la proposta legislativa avanzata dalla Commissione europea, i deputati del Parlamento hanno colto l'occasione di questi scambi di

¹⁶ Per ulteriori informazioni sul progetto sull'euro digitale, cfr. il [sito Internet della BCE](#).

¹⁷ A giugno 2023 la Commissione europea ha presentato due proposte legislative: [Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al corso legale delle banconote e delle monete in euro \(COM/2023/364 final\)](#); [Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione dell'euro digitale \(COM/2023/369 final\)](#).

¹⁸ Per maggiori informazioni sull'interlocuzione con le parti interessate, cfr. il [sito Internet della BCE](#).

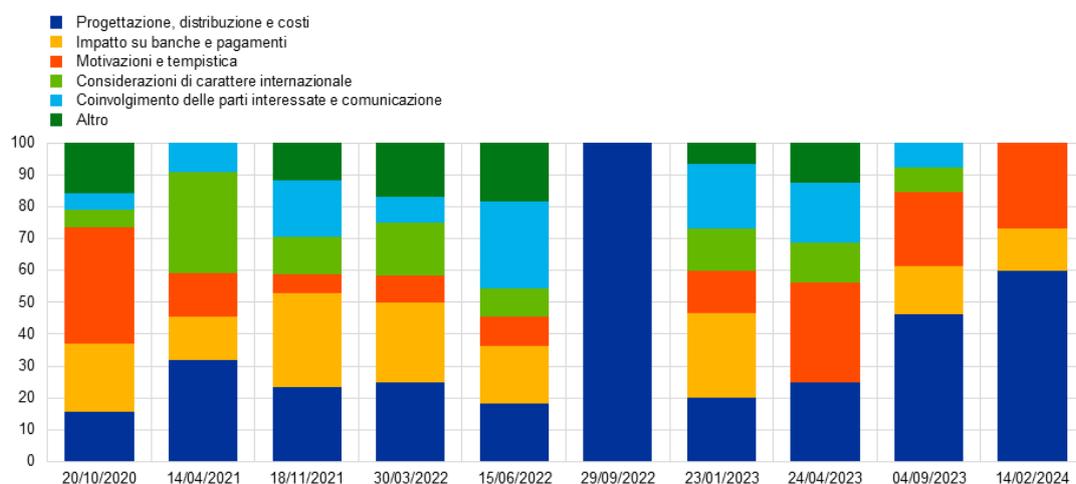
¹⁹ Tali scambi sono disponibili sul [sito Internet della BCE](#).

opinioni sempre più per informarsi su altri aspetti relativi alla progettazione, alla distribuzione e ai costi di un euro digitale. L'interlocuzione regolare e specifica con il Parlamento europeo non ha pertanto offerto ai parlamentari soltanto una panoramica generale del progetto sull'euro digitale, ma è servita altresì a promuovere la comprensione e il dialogo su aspetti più dettagliati, come dimostrato dalle interrogazioni poste, divenute sempre più specifiche col passare del tempo (cfr. il grafico B).

Grafico A

Interrogazioni poste negli scambi di opinioni su un euro digitale dinanzi alla Commissione ECON, per argomento, 2020-2024

(quota di interrogazioni poste dai parlamentari, percentuali)

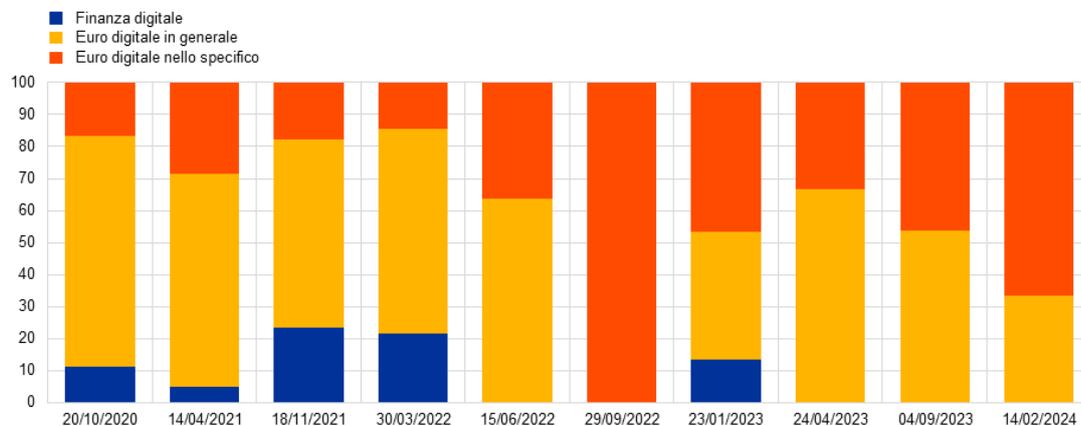


Fonte: elaborazioni della BCE sulla base della classificazione manuale delle interrogazioni poste negli scambi di opinioni del Parlamento europeo.
 Note: la voce "Progettazione, distribuzione e costi" si riferisce a interrogazioni relative agli aspetti di progettazione dell'euro digitale (ad es.: riservatezza o tecnologia), agli aspetti distributivi (ad es.: applicazione per dispositivi mobili dell'euro digitale) e ai costi (ad es.: schema di costi); la voce "Impatto su banche e pagamenti" si riferisce a interrogazioni incentrate su come un euro digitale inciderà sugli attuali modelli imprenditoriali delle banche (ad es. il ruolo dell'ammontare massimo detenibile da ciascun utente sotto forma di euro digitale) e su come si affiancherà agli strumenti di pagamento digitali esistenti (ad es. i circuiti di carte internazionali) o al contante; la voce "Motivazioni e tempistica" si riferisce a interrogazioni relative alle ragioni alla base del progetto (ad es. perché sia necessario un euro digitale) e alla tempistica del progetto; la voce "Considerazioni di carattere internazionale" si riferisce a interrogazioni relative all'uso potenziale di un euro digitale al di fuori dell'area dell'euro, ma anche ad altri sviluppi della valuta digitale di banca centrale (central bank digital currency, CBDC) in tutto il mondo; la voce "Coinvolgimento delle parti interessate e comunicazione" si riferisce a interrogazioni connesse alle prassi di interlocuzione della BCE con tutte le parti interessate e di comunicazione al pubblico; la voce "Altro" riguarda interrogazioni che non rientrano nelle suddette categorie.
 Lo scambio di opinioni pubblico del 29 settembre 2022 si è tenuto appena poche settimane dopo la pubblicazione della selezione delle imprese che parteciperebbero all'esercizio di realizzazione dei prototipi dell'euro digitale; cfr. "ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro", *MIP News*, BCE, 16 settembre 2022. Poiché tra le imprese figurava Amazon, tutte le interrogazioni dei deputati al Parlamento europeo si sono concentrate su questo argomento.

Grafico B

Interrogazioni dei parlamentari nel tempo, 2020-2024

(quota di interrogazioni poste dai parlamentari negli scambi di opinioni sull'euro digitale, percentuali)



Fonte: elaborazioni manuali della BCE basate sulle interrogazioni poste negli scambi di opinioni pubblici del Parlamento europeo.

Note: la voce "Finanza digitale" si riferisce a interrogazioni incentrate sulla finanza digitale e i pagamenti digitali in generale, senza un riferimento specifico a un euro digitale. La voce "Euro digitale in generale" si riferisce a interrogazioni generali sull'euro digitale, che presuppongono una comprensione di base del progetto. La voce "Euro digitale nello specifico" si riferisce a interrogazioni di dettaglio su un euro digitale, che presuppongono una conoscenza più approfondita del progetto o mirano ad aspetti nuovi trattati nella dichiarazione introduttiva del membro del Comitato esecutivo o in pubblicazioni recenti della BCE.

Lo scambio di opinioni pubblico del 29 settembre 2022 si è tenuto appena poche settimane dopo la pubblicazione della selezione delle imprese che parteciperebbero all'esercizio di realizzazione dei prototipi dell'euro digitale; cfr. "ECB selects external companies for joint prototyping of user interfaces for a digital euro", *MIP News*, BCE, 16 settembre 2022. Poiché tra le imprese figurava Amazon, tutte le interrogazioni dei deputati al Parlamento europeo si sono concentrate su questo argomento.

Oltre agli scambi periodici dinanzi alla Commissione ECON, la BCE ha ulteriormente intensificato la propria interazione con il Parlamento europeo, inaugurando nuove forme di comunicazione su un euro digitale. I rapporti periodici sullo stato di avanzamento del progetto sono stati condivisi con la Commissione ECON non appena pubblicati; inoltre, il Presidente e la Commissione in generale sono stati tenuti al corrente di tutti i principali progressi attraverso notifiche specifiche²⁰. La BCE ha altresì organizzato diversi seminari tecnici con il personale del Parlamento europeo, mirati a fornire ulteriori informazioni tecniche di base sul progetto. Inoltre, come già accaduto per altre proposte legislative pertinenti, la BCE ha pubblicato due pareri sul pacchetto moneta unica, coinvolgendo i parlamentari impegnati sul tema, nell'ambito delle deliberazioni legislative²¹.

L'interlocuzione della BCE su un euro digitale non è rivolta soltanto al Parlamento europeo, bensì anche ad altre istituzioni dell'UE e agli operatori di mercato. La BCE ha avuto scambi periodici con i ministri delle finanze dell'area dell'euro e ha condotto una stretta collaborazione con la Commissione europea, per trattare di un ampio novero di argomenti di carattere politico, giuridico e tecnico derivanti dalla possibile introduzione di un euro digitale. Inoltre, poiché la distribuzione, l'accettazione e l'utilizzo di un possibile euro digitale dipenderanno rispettivamente da intermediari finanziari, esercenti e consumatori, la BCE sta mantenendo numerosi contatti con tutte le parti del

²⁰ Cfr. "Technical documents and research" per tutto il lavoro di sperimentazione, indagine e preparazione, per i documenti di ricerca e per la documentazione tecnica relativa al lavoro in corso su un euro digitale. Cfr. "Tutte le notizie e pubblicazioni" per le lettere pubbliche ai deputati al Parlamento europeo.

²¹ Cfr. [Parere della Banca Centrale Europea del 31 ottobre 2023 sull'euro digitale \(CON/2023/34\)](#); e [Parere della Banca Centrale Europea del 13 ottobre 2023 su una proposta di regolamento relativo al corso legale delle banconote e delle monete in euro \(CON/2023/31\)](#).

mercato attraverso il Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board, ERPB)²².

Gli sforzi di coinvolgimento delle parti interessate su un euro digitale sono commisurati alle esigenze dell'attuale fase di avanzamento del progetto. Al momento la BCE si trova nella fase preparatoria e i colegislatori stanno discutendo la proposta normativa, che illustra nel dettaglio gli obblighi segnaletici a seguito dell'adozione del regolamento, gettando le basi per un contesto di responsabilità e trasparenza per l'eventuale avvio di un euro digitale. Si tratta di un progetto europeo comune e la BCE è impegnata a coinvolgere in modo attivo tutte le parti interessate nel corso del suo avanzamento verso un euro digitale. Il Consiglio direttivo della BCE prenderà una decisione sull'emissione di un euro digitale soltanto dopo l'adozione dell'atto legislativo da parte del Parlamento europeo e del Consiglio.

3 Interazioni con il Parlamento europeo nell'ambito della responsabilità per il proprio operato nel periodo 2019-2024

Nel corso della nona legislatura la BCE ha interagito regolarmente con il Parlamento europeo e più frequentemente rispetto a quanto osservato nelle legislature precedenti. Nella nona legislatura il numero complessivo di scambi è aumentato, in particolare per effetto della collaborazione su un euro digitale, nonché di altri scambi ad hoc (cfr. il pannello a) del grafico 1). Allo stesso tempo, le risposte alle interrogazioni scritte sono state 175. Il dato è inferiore rispetto alla legislatura precedente, durante la quale era stato registrato un aumento eccezionale, in particolare nel 2015 e nel 2016, legato alla situazione in Grecia e all'avvio della politica di allentamento quantitativo (cfr. il pannello b) del grafico 1). Ciononostante, i deputati al Parlamento europeo hanno ampiamente utilizzato questo canale durante il primo anno della pandemia, per chiedere, ad esempio, informazioni sulle modalità del PEPP.

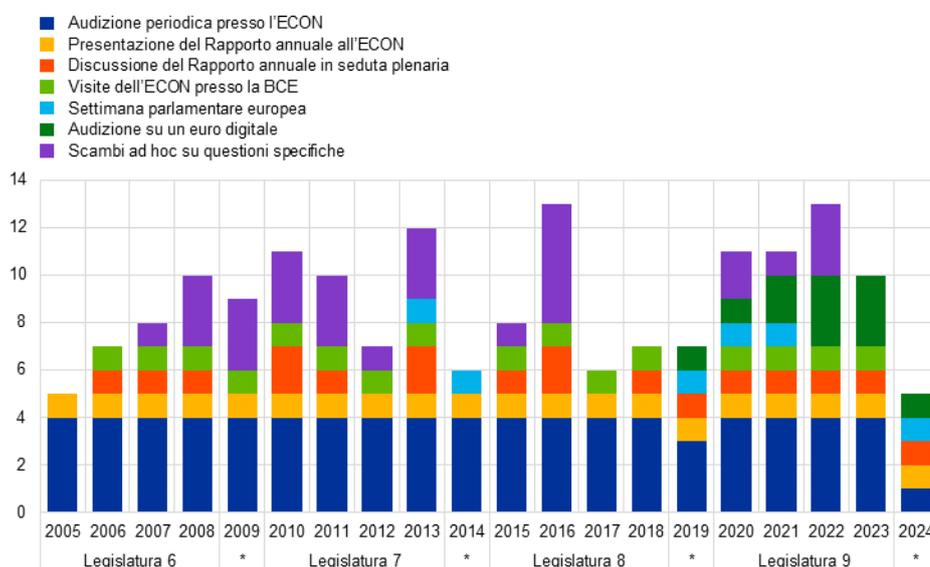
²² L'ERPB si compone di alti rappresentanti delle associazioni di settore e rappresenta un'ampia gamma di parti interessate. Cfr. la [Composizione dell'ERPB](#).

Grafico 1

Numero di scambi e risposte alle interrogazioni scritte dei parlamentari

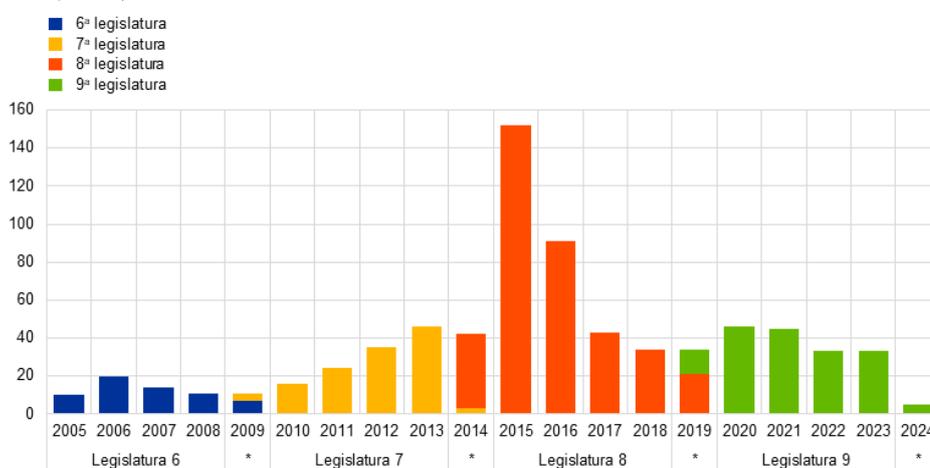
a) Scambi con il Parlamento europeo

(numero per anno)



b) Risposte alle interrogazioni scritte presentate dai parlamentari

(numero per anno)



Fonte: BCE.

Note: gli asterischi indicano gli anni in cui hanno avuto luogo le elezioni del Parlamento europeo. Per il 2024, il dato include solo gli scambi e le interrogazioni scritte che rientrano nella nona legislatura, tenendo conto della sospensione dei lavori del Parlamento europeo a fine aprile 2024 per le elezioni e, successivamente, della pausa estiva compresa tra la fine di luglio e l'inizio di settembre 2024. A partire dal 2012, il Parlamento europeo organizza ogni anno la Settimana parlamentare europea, che riunisce deputati nazionali ed europei, con l'obiettivo di rafforzare la cooperazione tra i parlamenti nazionali e il Parlamento europeo e contribuire a garantire la legittimità della governance economica e della politica di bilancio nell'UE, in particolare nell'Unione economica e monetaria (UEM).

Per comprendere l'oggetto delle interazioni dei deputati al Parlamento europeo con la BCE, sono state esaminate le tematiche sollevate nei loro interventi alle audizioni trimestrali presso la Commissione ECON. Nel valutare le interazioni della BCE con il Parlamento europeo dalla prospettiva della responsabilità per il proprio operato, è necessario andare oltre la mera osservazione della frequenza con cui tali canali vengono utilizzati. Per comprenderne le motivazioni e le differenze,

sono state esaminate le tematiche sollevate dai deputati nelle loro interazioni con la BCE nell'ambito del regime di responsabilità.

Considerato che nel corso delle audizioni trimestrali i parlamentari europei rivolgono spesso alla BCE diverse domande di varia natura, per separare e classificare i loro interventi è stato utilizzato un ampio modello linguistico.

L'analisi si basa su un campione intero di 100 trascrizioni del Parlamento europeo tratte dalle audizioni periodiche presso la Commissione ECON che hanno avuto luogo nel periodo compreso tra il 1999 e il 2024²³. Ogni deputato dispone di un determinato intervallo di tempo per rivolgere una o più interrogazioni al Presidente della BCE, comprese eventuali interrogazioni complementari. È stato utilizzato il modello linguistico ampio per estrarre in primo luogo le interrogazioni distinte formulate durante ciascun intervento dei deputati²⁴. Successivamente, lo stesso modello è stato utilizzato per classificare le tematiche sollevate in ciascuna interrogazione²⁵, che può essere stata classificata come voce di più tematiche, considerate le sovrapposizioni tra argomenti correlati. Gli interventi dei deputati al Parlamento europeo contenenti più di un'interrogazione e/o argomento sono stati ponderati in modo tale che ogni intervento abbia complessivamente lo stesso peso.

I parlamentari si avvalgono degli scambi con la BCE per presentare un ampio ventaglio di domande riguardanti diverse questioni. La varietà degli argomenti sollevati dai deputati nel corso delle audizioni trimestrali presso la Commissione ECON è stata generalmente ampia (cfr. il grafico 2). Tra le tematiche sollevate più di frequente nella maggior parte delle legislature figurano la politica monetaria, la situazione e le prospettive economiche e la governance economica. Altre domande hanno riguardato la governance della BCE o questioni specifiche relative a singoli Stati membri, nonché tematiche periodiche o emergenti relative a eventi o modifiche delle politiche dell'UE o della BCE²⁶, tra cui la vigilanza bancaria e la stabilità finanziaria, l'adozione dell'euro, i tassi di cambio, i cambiamenti climatici, le CBDC e le cripto attività/stablecoin.

²³ Le serie di dati di Ferrara et al. e di Massoc sono state unite e il campione è stato esteso fino al 2024. Sono state escluse le presentazioni del Rapporto annuale alla Commissione ECON e le audizioni ad hoc, nonché le audizioni sull'euro digitale, giacché non sono state fornite le relative trascrizioni; pertanto, il campione è costituito esclusivamente da audizioni trimestrali presso la Commissione ECON. Cfr. Ferrara, F.M., Masciandaro, D., Moschella, M. e Romelli, D., "Political voice on monetary policy: Evidence from the parliamentary hearings of the European Central Bank", *European Journal of Political Economy*, vol. 74, settembre 2022; e Massoc, E., "How MEPs hold the ECB accountable", Inter-university Consortium for Political and Social Research, giugno 2022.

²⁴ Sono considerate interrogazioni distinte quelle che affrontano diverse questioni specifiche o che esaminano diverse prospettive. Le interrogazioni complementari in cui i deputati rivolgono un'ulteriore domanda anziché limitarsi a chiarire una interrogazione precedente, sono considerate come interventi separati. Le istruzioni di classificazione specificano inoltre che le interrogazioni devono essere riprese testualmente dall'intervento e che quelle riformulate da uno stesso deputato e aventi lo stesso significato (di fatto duplicati) devono essere conteggiate una sola volta. Il modello ("GPT -4o mini" di OpenAI) viene alimentato con l'intervento completo di ciascun deputato e con l'istruzione di considerare come contesto anche le parti che non costituiscono una domanda, in modo da determinare la suddivisione dell'interrogazione e l'argomento. Inoltre, si specifica che ciascun intervento comprende generalmente da una a tre domande, sebbene in rari casi tale numero possa essere più elevato e, in casi eccezionali, un intervento possa non contenere domande. In media, il numero di domande in un intervento è pari a 2,12 e oltre il 90 per cento degli interventi comprende da una a tre domande.

²⁵ È stata fornita una serie di 11 categorie tematiche.

²⁶ Le questioni specifiche relative a uno Stato membro comprendono temi quali i programmi di assistenza finanziaria, gli sviluppi economici o finanziari specifici di un paese e il processo della Brexit.

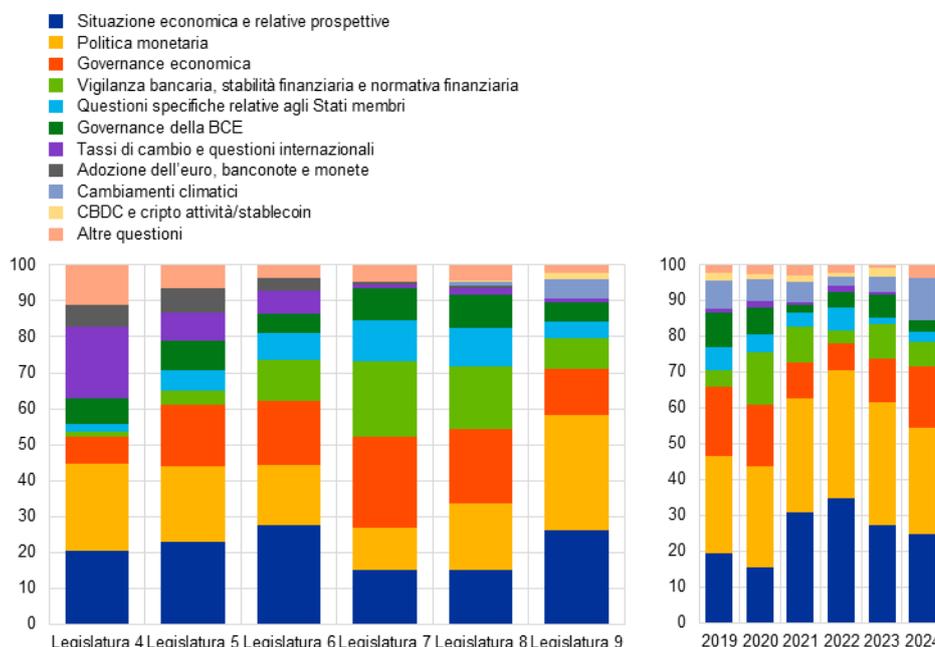
L'importanza dei diversi temi varia nel tempo: nella nona legislatura la politica monetaria, la situazione economica e le relative prospettive hanno assunto un ruolo di primo piano.

Nel tempo, la percentuale delle tematiche ha subito notevoli oscillazioni. Nel corso della nona legislatura la politica monetaria, la situazione economica e le relative prospettive sono state di gran lunga le tematiche più discusse. Anche la governance economica, comprese questioni quali il quadro di bilancio dell'UE, è rimasta un tema di discussione relativamente diffuso, sebbene meno frequente rispetto alle precedenti legislature. Queste tematiche hanno rappresentato da sole circa il 70 per cento delle interrogazioni presentate nel corso della nona legislatura, una concentrazione di argomenti superiore rispetto alle legislature precedenti. Per contro, in tale legislatura è stato più contenuto il numero di interrogazioni presentate dai deputati al Parlamento europeo sulla vigilanza bancaria, sulla stabilità finanziaria e su questioni specifiche relative a uno Stato membro. Allo stesso tempo, è aumentato il numero di interrogazioni sui cambiamenti climatici, considerato il ruolo di primo piano di tale tematica nell'agenda politica dell'UE e le misure adottate dalla BCE volte a integrare i cambiamenti climatici nelle proprie politiche.

Grafico 2

Tematiche sollevate durante le audizioni trimestrali presso la Commissione ECON, per legislatura e per anno nella nona legislatura

(quota di interrogazioni presentate dai parlamentari, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: sulla base di 100 audizioni presso la Commissione ECON nel periodo compreso tra il 1999 e il 2024. Durante la classificazione, il modello produce alcune anomalie che non vengono automaticamente inserite in una categoria tematica predefinita. Tali anomalie rappresentano meno dell'1 per cento delle interrogazioni complessive presentate dai parlamentari e sono state inserite manualmente nelle categorie pertinenti.

Nelle audizioni che si sono svolte nella nona legislatura, la frequenza delle interrogazioni sulla politica monetaria e, in particolare, sulla situazione economica è aumentata in concomitanza con l'aumento dell'inflazione nell'area dell'euro. L'inizio della pandemia e l'avvio del PEPP a marzo 2020 hanno

comportato un lieve aumento delle interrogazioni sulla politica monetaria (cfr. il pannello a) del grafico 3). Un ulteriore aumento è stato registrato a settembre 2021, in occasione della prima audizione svoltasi dopo l'annuncio sul riesame della strategia di luglio 2021. Successivamente, con l'aumento dell'inflazione nell'area dell'euro a livelli storicamente elevati a seguito della pandemia e dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, la percentuale di interrogazioni sulla politica monetaria è ulteriormente salita, raggiungendo un massimo pari a circa il 40 per cento a giugno 2022, quando il Consiglio direttivo ha manifestato l'intenzione di innalzare i tassi. A partire dal 2021 è aumentato anche il numero di interrogazioni sollevate dai deputati al Parlamento europeo riguardanti la situazione economica e le relative prospettive, in particolare in seguito al significativo aumento dell'inflazione. Nel corso delle audizioni che hanno avuto luogo durante il periodo di inflazione elevata è aumentato il numero di interrogazioni sulla situazione economica e, sebbene in misura minore, sulla politica monetaria (cfr. il pannello b) del grafico 3)^{27,28}.

²⁷ Tale collegamento è presente in larga misura anche sull'intero campione di audizioni degli ultimi 25 anni. La correlazione tra la quota di interrogazioni sulla politica monetaria e l'inflazione misurata sullo IAPC per l'intero campione di audizioni nel periodo compreso tra il 1999 e il 2024 è pari a 0,42. Nella nona legislatura tale valore aumenta a 0,58. La correlazione con la quota di interrogazioni sull'economia è pari a 0,50 per l'intero campione e a 0,71 per la nona legislatura. La differenza tra la quota di interrogazioni sulla politica monetaria e quella sulla situazione economica e le relative prospettive nella nona legislatura è statisticamente significativa al livello di confidenza del 90 per cento.

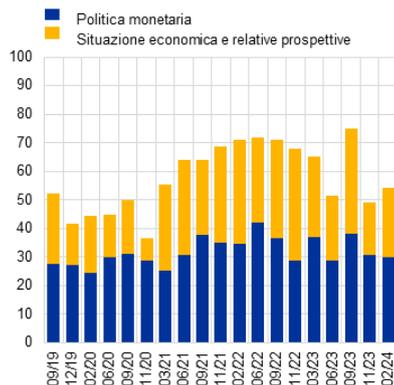
²⁸ Questi risultati sono in linea con quelli della letteratura secondo cui le audizioni parlamentari della BCE, del Federal Reserve System e della Bank of England tendono a concentrarsi sull'obiettivo statutario della banca centrale e che tale attenzione si accentua allorché l'inflazione si discosta dall'obiettivo della banca centrale. Il clima di fiducia è inoltre più negativo quando aumenta la distanza tra l'inflazione e l'obiettivo di inflazione della banca centrale, e in misura maggiore per le deviazioni inflazionistiche che per quelle deflazionistiche. Cfr. Fraccaroli, N., Giovannini, A., Jamet, J-F. e Persson, E., "Central Banks in Parliaments: A Text Analysis of the Parliamentary Hearings of the Bank of England, the European Central Bank, and the Federal Reserve", *International Journal of Central Banking*, vol. 19(2), giugno 2023, pagg. 543-600.

Grafico 3

Quota di interrogazioni relative alla politica monetaria e alla situazione economica presentate dai parlamentari nelle audizioni individuali e rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC (2019-2024)

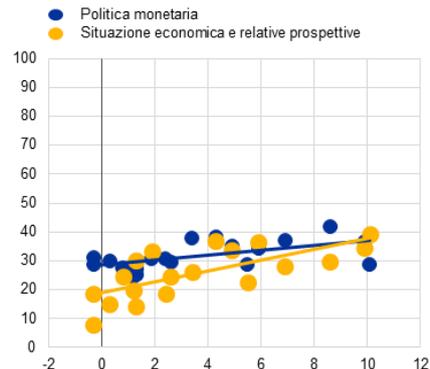
a) Quota di interrogazioni in ciascuna audizione su un determinato tema

(valori percentuali)



b) Quota di interrogazioni in ciascuna audizione su un determinato tema rispetto all'inflazione misurata sullo IAPC

(asse delle ascisse: inflazione misurata sullo IAPC, valori percentuali in ragione d'anno; asse delle ordinate: valori percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: sulla base delle audizioni presso la Commissione ECON nel corso della nona legislatura. Le linee continue nel pannello b) sono trend lineari adattati ai dati.

Le interrogazioni hanno spesso riguardato sia la politica monetaria sia la situazione economica.

La politica monetaria, come altre tematiche, è stata citata più spesso unitamente a un altro argomento che non da sola. Nel corso della nona legislatura circa l'80 per cento delle interrogazioni dei deputati al Parlamento europeo ha riguardato due argomenti e circa il 20 per cento ha riguardato solo un argomento²⁹. Analizzando in modo più approfondito le interrogazioni multitematiche, quelle riguardanti sia la politica monetaria sia la situazione economica sono state la combinazione più frequentemente osservata nel corso della nona legislatura (33 per cento di tutte le interrogazioni; cfr. il grafico 4). Tuttavia, le tematiche si raggruppano anche in diverse altre modalità, riflettendo l'intenso dialogo in materia di responsabilità per il proprio operato e l'interconnessione fra gli ambiti delle diverse politiche. Anche le interrogazioni riguardanti sia la politica monetaria e la governance economica (9 per cento) sia la politica monetaria e i cambiamenti climatici (4 per cento) sono state relativamente frequenti, confermando tale interconnessione. Rispetto all'ottava legislatura, la percentuale di interrogazioni riguardanti sia la politica monetaria sia la situazione economica è aumentata notevolmente (dal 14 per cento registrato nell'ottava legislatura, nel corso della quale è stata anche la combinazione di tematiche più frequente), di riflesso agli shock economici che si

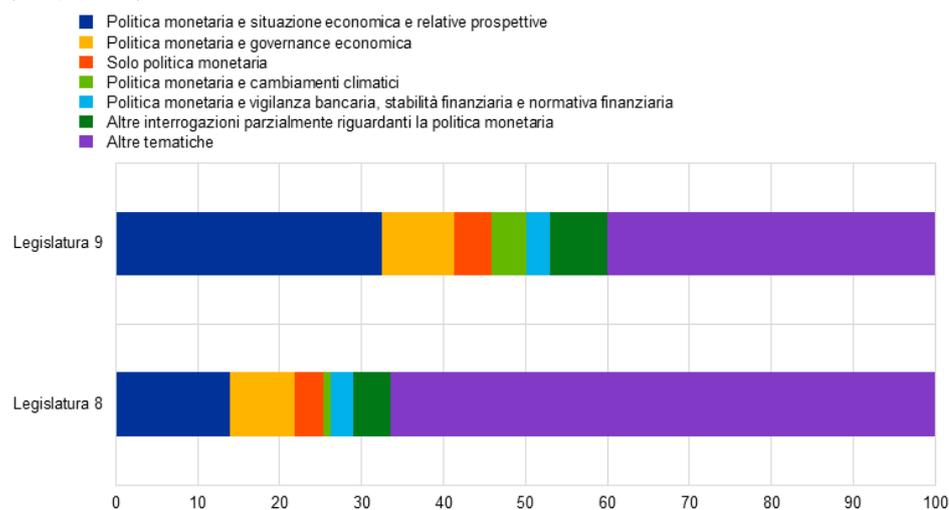
²⁹ Nel corso delle legislature la percentuale delle interrogazioni riguardanti due tematiche è aumentata costantemente, mentre le interrogazioni riguardanti più di due argomenti si sono confermate piuttosto rare.

sono verificati nella nona legislatura e alle relative implicazioni sulla politica monetaria³⁰.

Grafico 4

Quota di interrogazioni riguardanti la politica monetaria nelle audizioni trimestrali presso la Commissione ECON nel corso dell'ottava e della nona legislatura

(valori percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE.

Note: sulla base di 100 audizioni trimestrali presso la Commissione ECON nel periodo compreso tra il 1999 e il 2024. Le combinazioni di argomenti che includono sia la politica monetaria sia un'altra tematica, ma che rappresentano in media meno del 2,5 per cento delle interrogazioni dell'ottava e della nona legislatura, sono raggruppate nella categoria "Altre interrogazioni parzialmente riguardanti la politica monetaria".

Riquadro 2

Obbligo della BCE di rendere conto del proprio operato nello svolgimento della funzione di vigilanza bancaria

a cura di Laudine Goumet e Lise Handal

L'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico (MVU) e, di conseguenza, della vigilanza bancaria della BCE nel 2014 sono stati accompagnati dall'introduzione di uno specifico regime di responsabilità³¹. Secondo il regolamento sull'MVU³², la BCE è tenuta a rendere conto al Parlamento europeo e al Consiglio dell'UE delle proprie attività di vigilanza bancaria. Tali disposizioni sono espone in maggiore dettaglio in un [Accordo interistituzionale](#) e in un [Protocollo di intesa](#) sottoscritti dalla BCE, rispettivamente, con il Parlamento europeo e con il Consiglio UE. La loro applicazione pratica è spiegata ulteriormente nel Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza³³.

Il presente riquadro offre una panoramica della responsabilità della vigilanza bancaria della BCE nei confronti del Parlamento europeo, soggetta a specifiche disposizioni e distinta dall'obbligo di

³⁰ Nell'ottava legislatura un ulteriore 11 per cento di interrogazioni riguardava sia la governance economica sia questioni specifiche relative agli Stati membri, mentre le interrogazioni riguardanti sia la governance economica sia la politica monetaria erano pari all'8 per cento.

³¹ Cfr. l'articolo 127, paragrafo 6, del TFEU.

³² Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU L 287 del 29.10.2013, pag. 63).

³³ Cfr. il [Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza 2023](#), in particolare la sezione 5 sulla struttura organizzativa della vigilanza bancaria della BCE.

rendiconto dell'operato della BCE nella sua funzione di banca centrale; evidenzia inoltre le tendenze osservate durante la nona legislatura in materia di interazioni relative agli obblighi di rendiconto per le attività di vigilanza. Nella pratica, la vigilanza bancaria della BCE rende conto del proprio operato al Parlamento europeo attraverso canali sia formali sia informali (cfr. la tavola A). Si tratta di un obbligo distinto, in ragione del mandato unico della vigilanza bancaria della BCE e della struttura dell'unione bancaria, in cui le autorità nazionali competenti esercitano vigilanza diretta sugli enti meno significativi. Tra le altre considerazioni, la varietà degli strumenti di vigilanza, l'assenza di un unico obiettivo di vigilanza quantificabile, nonché la riservatezza dei dati bancari, sono all'origine di sfide diverse da un punto di vista valutativo. Di conseguenza, per dare conto del proprio operato la vigilanza bancaria della BCE prevede anche scambi con il Parlamento europeo a porte chiuse, più informali rispetto a quelli che caratterizzano la funzione di banca centrale, oltre a diritti aggiuntivi per i parlamentari nazionali³⁴.

Tavola A

Canali (formali e informali) attraverso cui la vigilanza bancaria della BCE rende conto al Parlamento europeo del proprio operato

Categoria	Canali di responsabilità
Obblighi previsti dall'Accordo interistituzionale	
Sezione I.1	Ogni anno la BCE presenta al Parlamento europeo, al Consiglio dell'UE, alla Commissione e all'Eurogruppo un rapporto, illustrandolo in un'audizione pubblica dinanzi alla Commissione ECON.
Sezione I.2	La BCE partecipa ad audizioni pubbliche ordinarie semestrali dinanzi alla Commissione ECON.
Sezione I.2	La BCE potrebbe essere invitata a scambi ad hoc e riunioni riservate con la Commissione ECON.
Sezione I.3	La BCE risponde a interrogazioni scritte presentate dai deputati al Parlamento europeo.
Sezione I.4	La BCE fornisce inoltre al Parlamento europeo un resoconto completo e pertinente dei lavori del Consiglio di vigilanza, compreso un elenco commentato delle decisioni.
Prassi informali	
Dal 2015	Invito annuale dei membri della Commissione ECON alla BCE per un incontro dedicato alla vigilanza bancaria.
Dal 2017	Risposta della vigilanza bancaria della BCE alla Risoluzione del Parlamento europeo sull'unione bancaria - Rapporto annuale.
Dal 2020	Invio di un elenco degli enti significativi, aggiornato trimestralmente, e dell'informativa sulle consultazioni pubbliche della vigilanza bancaria della BCE.
Periodicamente	Incontri bilaterali con i deputati al Parlamento europeo.

Fonti: Accordo interistituzionale e analisi degli esperti della BCE.

Nota: la voce "Prassi informali" si riferisce ai canali di responsabilità informali concordati e mantenuti dal Parlamento europeo e dalla BCE su base volontaria, in assenza di un mandato giuridico.

Durante la nona legislatura il Presidente del Consiglio di vigilanza ha ricevuto 51 lettere dai deputati al Parlamento europeo e ha partecipato a 15 audizioni pubbliche, tra ordinarie e scambi ad hoc³⁵.

Il Presidente ha altresì partecipato a 12 riunioni a porte chiuse con membri del Banking Union Working Group. Non trattandosi di incontri pubblici, queste ultime sono escluse dalla presente valutazione.

Il numero e gli argomenti delle interrogazioni poste dai Parlamentari in lettere e audizioni pubbliche sono variati nel tempo e hanno risentito molto degli eventi, in quanto riflettono questioni rilevanti per

³⁴ Tali riunioni a porte chiuse (in inglese chiamate anche in-camera meetings) in genere sono tenute con i membri del gruppo di lavoro Banking Union Working Group (BUWG), un sottogruppo della Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) specializzato in questioni relative all'unione bancaria. Tra queste figurano la vigilanza e la regolamentazione delle banche all'interno dell'area dell'euro, con particolare attenzione all'MVU e al Meccanismo di risoluzione unico (Single Resolution Mechanism, SRM).

³⁵ In genere il Presidente è invitato a tre audizioni all'anno, ma nel 2020, a causa della pandemia, se ne sono svolte soltanto due, mentre a marzo 2023 si è tenuto un incontro ad hoc congiunto con il Presidente dell'Autorità bancaria europea, sul tema dei fallimenti di Silicon Valley Bank e Credit Suisse.

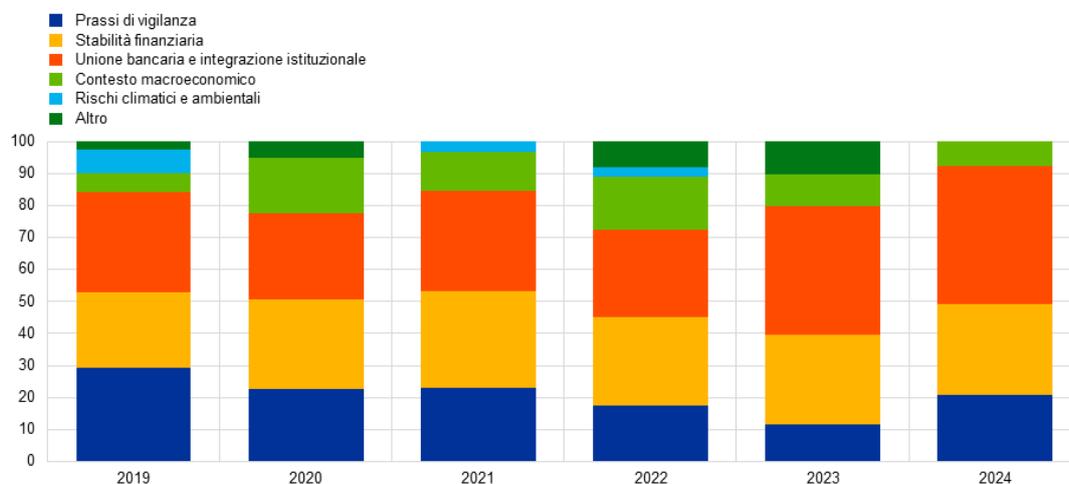
la politica e il settore bancario. Mentre le interrogazioni delle audizioni pubbliche sono rimaste stabili in ragione della programmazione periodica, il volume di quelle poste per lettera è diminuito durante la nona legislatura, tendenza osservata anche per la BCE nella funzione di banca centrale (cfr. il grafico A)³⁶. Come mostra il grafico A, basato su un'ampia classificazione tramite modello linguistico, i membri del Parlamento europeo mostrano una preferenza per l'immediatezza e la natura pubblica delle audizioni quando si tratta di discutere argomenti relativi alla politica dell'UE e questioni fondamentali dell'unione bancaria (33 per cento di tutte le interrogazioni durante le audizioni), rischi alla stabilità finanziaria (28 per cento) e prassi di vigilanza (21 per cento). Le interrogazioni sono state influenzate in particolare dalla pandemia, dalla guerra della Russia contro l'Ucraina e dalle turbolenze osservate nel 2023 sui mercati. D'altra parte, le lettere dei deputati hanno riguardato questioni più specifiche e meno immediate, quali quesiti su decisioni di vigilanza ex post (43 per cento di tutte le interrogazioni per lettera), rischi al settore finanziario e relativo approccio di vigilanza (24 per cento) e domande su casi specifici relativi a singole banche (17 per cento).

Grafico A

Quote di interrogazioni poste in audizioni pubbliche e numeri assoluti di interrogazioni poste dai parlamentari europei per lettera al Presidente del Consiglio di vigilanza ogni anno durante la nona legislatura

a) Argomenti delle interrogazioni poste in audizioni pubbliche dinanzi alla Commissione ECON

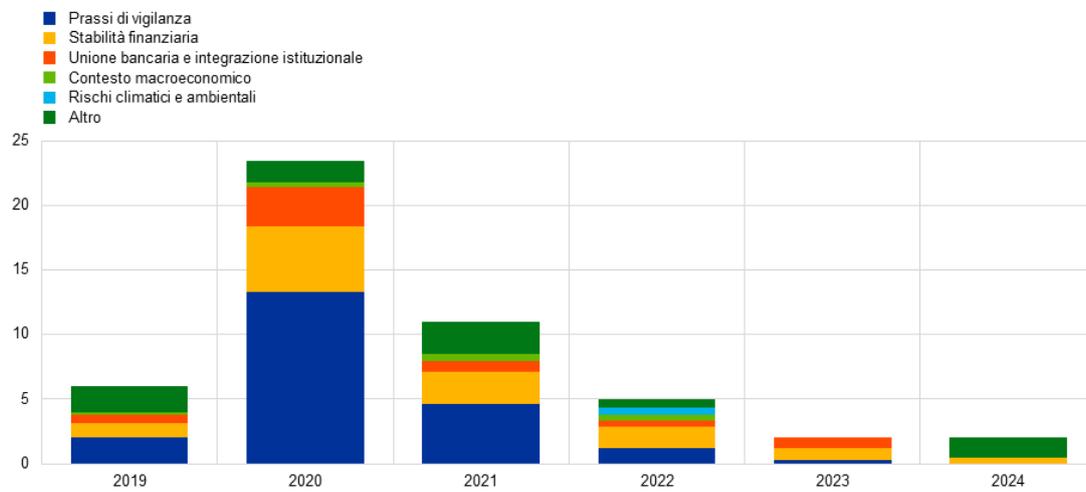
(valori percentuali)



³⁶ Si noti che per l'anno 2019 è stato preso in considerazione solo il periodo da luglio (inizio della nona legislatura) a dicembre.

b) Argomenti delle interrogazioni scritte poste dai membri del PE

(numero di lettere)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra le percentuali ponderate delle interrogazioni poste durante le audizioni pubbliche ordinarie e ad hoc a cui era invitato il Presidente del Consiglio di vigilanza: tre audizioni nel 2019, due nel 2020, tre nel 2021, tre nel 2022, quattro nel 2023 e una nel 2024. Il pannello b) mostra il numero complessivo di interrogazioni scritte inviate dai deputati al Parlamento europeo durante la nona legislatura; all'interno di quel numero le quote per argomento riflettono una ponderazione basata sulla quantità di interrogazioni e argomenti di ogni lettera. La categoria "Altro" comprende interrogazioni relative alla tutela dei consumatori e a singole banche.

4 Osservazioni conclusive

L'intensificarsi delle interazioni tra la BCE e il Parlamento europeo nel corso della nona legislatura sottolinea l'impegno della Banca centrale a rendere conto delle proprie decisioni.

Tali interazioni sono andate oltre il mero adempimento dei requisiti procedurali tra la BCE e il Parlamento europeo, rafforzando la qualità e la profondità degli impegni delle due istituzioni. La firma dello scambio di corrispondenza tra le rispettive Presidenti, a giugno 2023, ha rappresentato una tappa fondamentale nella definizione delle disposizioni relative alla responsabilità della BCE nei confronti del Parlamento europeo e testimonia l'impegno reciproco a garantire la solida responsabilità della banca centrale per il proprio operato. Inoltre, affrontando questioni specifiche attraverso formati flessibili e apposite audizioni nel corso della legislatura, la BCE ha continuato a rispondere alle sfide in continua evoluzione e alle richieste di controllo sul proprio operato. Un'innovazione fondamentale in tal senso è stata l'introduzione, nel corso della nona legislatura, di scambi di opinioni pubblici periodici su un euro digitale, ma è aumentato anche il numero di altri scambi di opinioni ad hoc. Analogamente, la BCE e il Parlamento europeo si sono impegnati a rendere più interattive le audizioni periodiche della Presidente della Banca centrale europea. Complessivamente, queste innovazioni hanno inoltre aumentato la trasparenza delle azioni della BCE e migliorato i contatti con i cittadini e i loro rappresentanti.

Il dialogo attivo e flessibile con il Parlamento europeo nell'ambito della responsabilità per il proprio operato continuerà a essere fondamentale, considerate le incertezze economiche e le trasformazioni strutturali dell'area dell'euro e dell'economia mondiale che la BCE sta affrontando. Le disposizioni in materia di responsabilità per il proprio operato concordate nello scambio di

corrispondenza, nonché gli esempi di intense interazioni e innovazioni che hanno caratterizzato la collaborazione con il Parlamento europeo nel corso della nona legislatura, forniscono inoltre una solida base per un dialogo stabile in materia di responsabilità, in quanto la BCE risponde e si adegua alle sfide future, siano esse di natura ciclica o più strutturale. Insieme al Parlamento europeo, la BCE assicurerà che le proprie prassi in materia di responsabilità continuino a soddisfare le richieste di controllo, garantendo la legittimità democratica di tutte le proprie azioni.

2 Indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento: politica monetaria, condizioni economiche e di finanziamento e aspettative di inflazione

a cura di Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga, Nicola Benatti e Ioannis Gkrintzalis

1 Introduzione

L'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) fornisce una panoramica completa delle condizioni economiche e di finanziamento delle imprese in tutta l'area dell'euro¹. La SAFE, avviata nel 2009, è un'indagine a livello di area dell'euro condotta congiuntamente dalla Banca centrale europea (BCE) e dalla Commissione europea. Essa fornisce indicazioni fondamentali sulle condizioni di finanziamento delle imprese, sui loro risultati economici e, più di recente, sulle loro aspettative riguardo ai prezzi di vendita, ai salari, al numero di dipendenti e all'inflazione al consumo complessiva nell'area dell'euro. L'indagine fornisce alla BCE dati altamente informativi che confluiscono direttamente nel processo decisionale della politica monetaria.

La SAFE, avviata nel 2009, è un'indagine a livello di area dell'euro condotta congiuntamente dalla Banca centrale europea (BCE) e dalla Commissione europea. Essa fornisce indicazioni fondamentali sulle condizioni di finanziamento delle imprese, sui loro risultati economici e, più di recente, sulle loro aspettative riguardo ai prezzi di vendita, ai salari, al numero di dipendenti e all'inflazione al consumo complessiva nell'area dell'euro. L'indagine fornisce alla BCE dati altamente informativi che confluiscono direttamente nel processo decisionale della politica monetaria.

La rilevazione offre un'ampia e utile copertura delle imprese dell'area dell'euro, con particolare attenzione alle piccole e medie imprese (PMI). Nonostante il ruolo significativo svolto dalle PMI nel promuovere la crescita economica e l'occupazione, i dati sulle decisioni di finanziamento di tali imprese sono in genere piuttosto scarsi. Poiché le PMI dipendono principalmente dal finanziamento bancario, la presente indagine fornisce importanti informazioni sulla trasmissione della politica monetaria attraverso il canale bancario.

Le analisi basate sui dati dell'indagine SAFE hanno coerentemente mostrato che la politica monetaria influisce sulle percezioni delle imprese circa le attuali condizioni di finanziamento, nonché sulle loro aspettative riguardo alla disponibilità futura di finanziamenti esterni. Tali percezioni e aspettative sono fondamentali in quanto influenzano i risultati economici reali delle imprese, che si riflettono nelle loro decisioni in materia di investimento e occupazione, nonché nella crescita complessiva del PIL nell'area dell'euro.

Le nuove domande di tipo quantitativo sulle aspettative delle imprese in materia di prezzi e costi forniscono ora informazioni aggiuntive, accrescendo l'importanza dell'indagine nella definizione delle politiche. Essa arricchisce pertanto le attuali rilevazioni della BCE sulle aspettative di inflazione di famiglie, economisti e operatori di mercato con i dati sulle aspettative di inflazione al consumo

¹ Il presente articolo esamina i risultati a partire dalla terza edizione dell'indagine, da aprile a settembre 2010, fino alla 31ª edizione, da aprile a giugno 2024.

delle imprese, nonché con le domande sui prezzi di vendita e sui salari attesi dalle imprese stesse².

Nel 2024 la frequenza dei cicli di indagine è stata aumentata da due a quattro volte all'anno, in risposta alla necessità di disporre di dati più tempestivi. Ciò ha consentito di acquisire dati più recenti, aspetto di particolare rilievo in periodi di turbolenza economica e rapidi mutamenti delle policy, nonché di includere domande specifiche su temi di grande rilevanza, quali l'impatto dei cambiamenti climatici o i fattori che influiscono sulle variazioni delle ore lavorate³.

Il presente articolo è strutturato come segue. La sezione 2 illustra come la politica monetaria influisca sull'accesso delle imprese ai finanziamenti, seguita da un riquadro che esamina i comovimenti tra gli indicatori basati sull'indagine SAFE e gli indici dei mercati finanziari. La sezione 3 discute l'impatto delle crisi economiche sui risultati delle imprese, mentre la sezione 4 esamina gli andamenti futuri del PIL. Infine, la sezione 5 presenta i nuovi moduli sulle aspettative delle imprese riguardo ai prezzi di vendita, ai salari e all'inflazione.

2 Evidenze della trasmissione della politica monetaria all'accesso delle imprese al finanziamento

Gli indicatori di finanziamento basati sui prezzi e sulla quantità desunti dai dati delle indagini contribuiscono a misurare gli effetti della politica monetaria sulle condizioni di finanziamento delle imprese. Tali indicatori specificano le variazioni percepite dalle imprese nei prezzi e nei termini e condizioni di finanziamento, compresi i tassi di interesse bancari e gli altri costi del finanziamento bancario, quali oneri, provvigioni e commissioni. Le imprese segnalano inoltre le variazioni percepite in termini di domanda e offerta di prestiti bancari, nonché il divario tra domanda e offerta di finanziamento⁴. Il questionario dell'indagine include anche le aspettative delle imprese circa le future variazioni della disponibilità di prestiti bancari nei successivi sei mesi, nonché la disponibilità di altre fonti di finanziamento esterno.

Gli indicatori delle condizioni di finanziamento basati sulle indagini a livello di impresa forniscono informazioni sulle fasi "a valle" della trasmissione della politica monetaria. Nelle fasi iniziali "a monte" di questo meccanismo, vi è la trasmissione dei tassi di interesse di riferimento della BCE ai tassi di interesse privi di rischio e ai rendimenti dei titoli sovrani. Le variazioni dei costi di finanziamento sul

² La BCE raccoglie informazioni sulle aspettative di inflazione delle famiglie attraverso l'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)); dagli economisti professionisti attraverso l'indagine presso i previsori professionali ([Survey of Professional Forecasters](#)) e dagli operatori di mercato attraverso l'indagine presso gli analisti monetari ([Survey of Monetary Analysts](#)).

³ Cfr. il riquadro 5 [Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE](#) nel numero 6/2023 di questo Bollettino, e il [Rapporto sull'indagine SAFE](#) per il secondo trimestre del 2024.

⁴ Per ulteriori dettagli sull'indicatore del fabbisogno di finanziamento introdotto nel 2013, cfr. Ferrando, A. et al., "Measuring the opinion of firms on the supply and demand of external financing in the euro area", *IFC Bulletin*, n. 36, Banca dei regolamenti internazionali, 2013 e il riquadro 1 del presente articolo.

mercato⁵ influenzano, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso le banche), i costi e i volumi di finanziamento “a valle” delle imprese, incluso il fabbisogno di finanziamento. Il riquadro 1 mostra che le variabili dei mercati finanziari si muovono strettamente in parallelo con il fabbisogno di finanziamento e contribuiscono alla sua dinamica nel tempo.

Dal 2010 ad oggi, i dati delle indagini mostrano che la percezione delle condizioni di finanziamento da parte delle imprese può essere scomposta in quattro fasi fondamentali (cfr. i grafici 1 e 2). Queste fasi riflettono sostanzialmente le decisioni di politica monetaria assunte dalla BCE in quel periodo⁶. La prima fase, che va dall'avvio dell'indagine fino al primo trimestre del 2014, è consistita nell'introduzione di diverse misure non convenzionali di politica monetaria e nell'annuncio del programma di operazioni monetarie definitive (Outright Monetary Transactions, OMTs). La seconda, che va dal secondo trimestre del 2014 a poco prima dell'insorgere della pandemia di COVID-19, è stata quella in cui la BCE ha ampliato il proprio strumentario per allentare le condizioni di finanziamento. La terza, iniziata con il diffondersi della pandemia, si è conclusa a ridosso del primo aumento dei tassi di riferimento della BCE a luglio 2022. L'ultima fase è stata caratterizzata da molteplici aumenti dei tassi di interesse della BCE in risposta a un brusco rialzo dell'inflazione e ad aspettative di livelli inflazionistici persistentemente elevati.

Durante la prima fase una percentuale netta elevata, ma in calo, di imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse (cfr. il grafico 1) e un fabbisogno finanziario positivo (cfr. il grafico 2). La crisi del debito sovrano ha influito soprattutto negativamente sulla disponibilità di prestiti bancari, giacché le banche hanno incontrato difficoltà a ottenere liquidità dal mercato all'ingrosso, con conseguenti divergenze nelle condizioni creditizie tra i paesi dell'area dell'euro. Per far fronte a queste sfide, la BCE ha introdotto varie misure non convenzionali di politica monetaria e abbassato i tassi di interesse. L'intervento dell'ex Presidente Mario Draghi, alla fine di luglio 2012, noto come “*whatever it takes*” e il successivo annuncio del programma di operazioni monetarie definitive hanno segnato un punto di svolta per l'area dell'euro, determinando nell'immediato una contrazione degli spread sui titoli di Stato sovrani verso livelli più sostenibili. Questo calo ha attenuato i problemi di finanziamento del settore bancario, ripristinato la dinamica dei prestiti bancari e migliorato le condizioni di finanziamento complessive. Alla fine di questa fase, in termini netti, le imprese hanno segnalato un calo dei tassi di interesse e un fabbisogno di finanziamento positivo, seppur inferiore, a indicare un miglioramento dell'accesso ai prestiti bancari (ossia l'offerta di prestiti ha superato la domanda).

⁵ Le imprese sostengono questi costi di finanziamento sul mercato quando raccolgono capitale sui mercati finanziari, ad esempio attraverso l'emissione di obbligazioni o azioni.

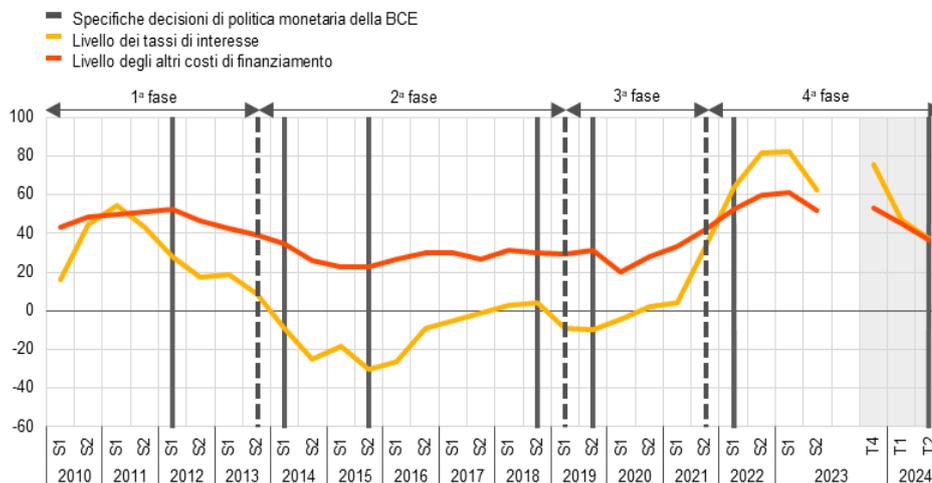
⁶ Per una trattazione dettagliata delle decisioni di politica monetaria della BCE durante questi periodi, cfr. Lane, P.R., “*The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area*”, *Il blog della BCE*, 11 marzo 2024, e Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J., “*Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*”, Oxford University Press, 2021.

Grafico 1

Variazioni dei tassi dei prestiti bancari e dei relativi termini e condizioni

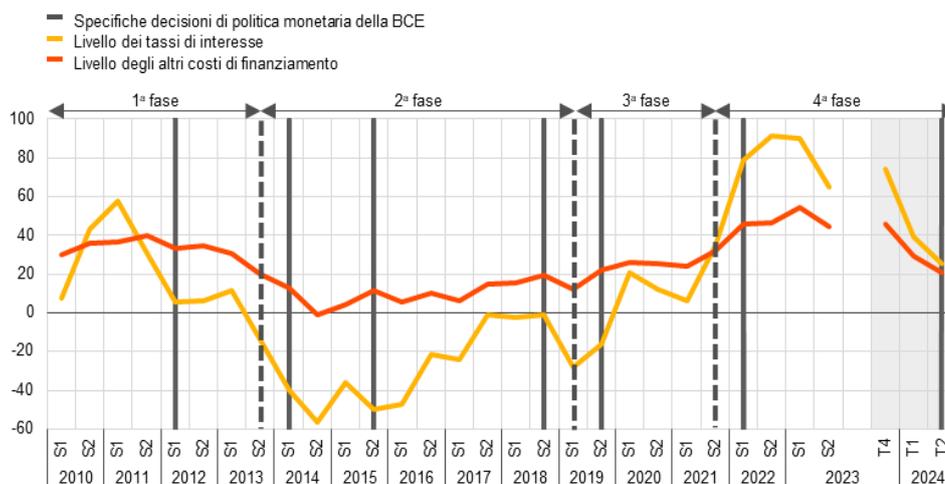
a) Piccole e medie imprese

(percentuali nette)



b) Grandi imprese

(percentuali nette)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.

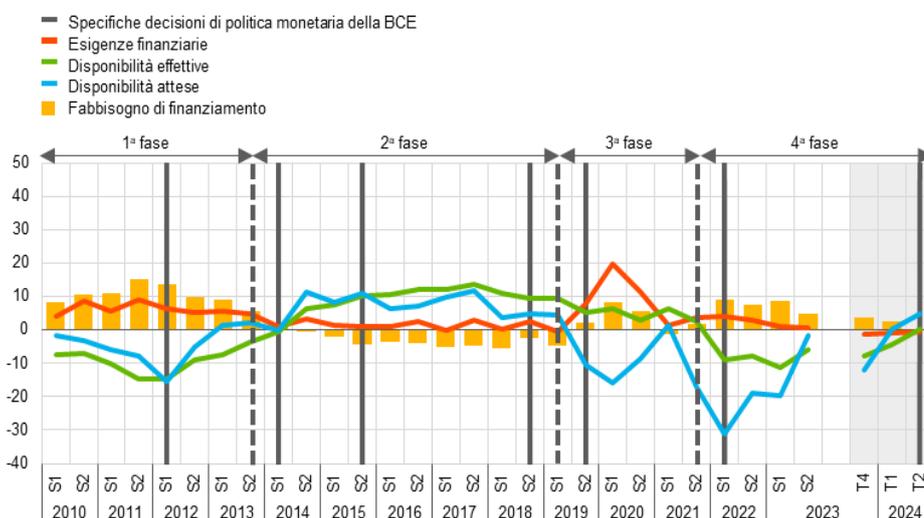
Note: i dati si basano su imprese che hanno richiesto prestiti bancari (compresi quelli agevolati), linee di credito o scoperti di conto corrente bancario o carta di credito. Sono stati esclusi gli intervistati che hanno risposto "non applicabile" o "non so". Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento di un determinato fattore e la percentuale di quelle che ne hanno segnalato una diminuzione. Sull'asse delle ascisse, S1 identifica il periodo di riferimento dal secondo al terzo trimestre e S2 il periodo di riferimento dal quarto trimestre al primo trimestre dell'anno successivo. I segmenti dei grafici ombreggiati in grigio riflettono risposte alla stessa domanda, ma su base trimestrale. Le linee verticali tratteggiate indicano le diverse fasi delle condizioni di finanziamento. La prima fase inizia con l'avvio della rilevazione e termina nel primo trimestre del 2014; la seconda va dal secondo trimestre del 2014 a poco prima dell'insorgere della pandemia di COVID-19; la terza inizia con il diffondersi della pandemia e termina nel primo trimestre del 2022 e l'ultima inizia nel secondo trimestre del 2022. La prima linea verticale grigia indica l'annuncio del programma di operazioni monetarie definitive a settembre 2012; la seconda, l'avvio della prima serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) e la politica dei tassi di interesse negativi; la terza, l'avvio della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-II) e del programma di acquisto di titoli del settore societario; la quarta, l'annuncio della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III); la quinta, l'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica a marzo 2020; la sesta, l'innalzamento di 50 punti base dei tre tassi di interesse di riferimento della BCE e l'approvazione dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria; l'ultima, la riduzione di 25 punti base dei tre tassi di interesse di riferimento della BCE a giugno 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024 per la serie semestrale e al secondo trimestre del 2024 per la serie trimestrale.

Grafico 2

Variazioni delle esigenze finanziarie, della disponibilità effettiva e attesa di prestiti bancari e del fabbisogno di finanziamento

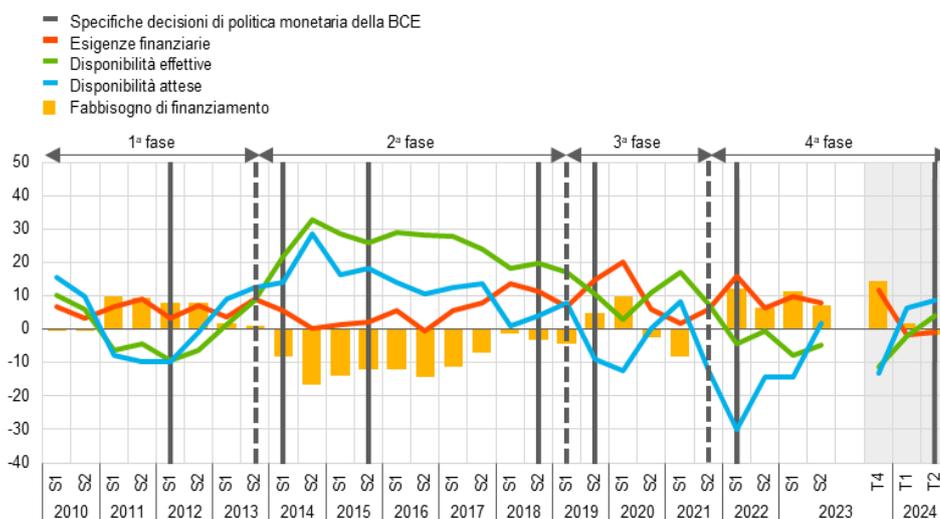
a) Piccole e medie imprese

(percentuali nette)



b) Grandi imprese

(percentuali nette)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.
Nota: cfr. le note al grafico 1.

Nella seconda fase, da aprile 2014 a ridosso dell'insorgere della pandemia di COVID-19, hanno prevalso condizioni di finanziamento favorevoli, anche se le stesse condizioni per le PMI non erano migliorate quanto quelle per le grandi imprese. Durante questo periodo, la BCE ha ampliato il proprio strumentario di politica monetaria per allentare le condizioni di finanziamento e migliorare la trasmissione dell'orientamento accomodante di politica monetaria⁷. Nonostante

⁷ In questa fase si è osservato l'introduzione dei tassi negativi a giugno 2014, l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-I) a settembre 2014, l'avvio delle OMRLT-II e delle OMRLT-III, unitamente al programma di acquisto di attività del settore societario.

l'allentamento complessivo delle condizioni di finanziamento, riflesso nei fabbisogni finanziari negativi, un numero inferiore di PMI rispetto alle grandi imprese ha segnalato un calo dei tassi di interesse. Ciò evidenzia le diverse valutazioni dei rischi applicate dalle banche alle varie classi dimensionali di impresa.

La terza fase, che va dallo scoppio della pandemia fino a marzo 2022, è stata caratterizzata da un'elevata incertezza economica e geopolitica, e le imprese hanno segnalato una maggiore domanda di finanziamenti esterni. Al culmine della pandemia, le imprese hanno riportato un'evidente impennata della domanda di prestiti bancari. Sebbene la BCE e i governi dei paesi dell'area dell'euro siano intervenuti rapidamente, vi è stato un ritardo prima che tali azioni potessero avere effetto e, in ultima analisi, allentare i vincoli di liquidità a cui le imprese hanno dovuto far fronte per effetto delle misure di chiusura (lockdown)⁸. Le imprese hanno segnalato un aumento dell'accesso al credito bancario, che tuttavia non ha evitato un incremento dei fabbisogni finanziari. Dopo lo scoppio della pandemia, le PMI hanno indicato un calo dei tassi di interesse, mentre le grandi imprese hanno iniziato piuttosto presto a riferire segnali di aumenti. Tale disparità riflette probabilmente il fatto che la maggior parte dei programmi di intervento pubblico annunciati durante le prime fasi della pandemia era destinata alle PMI. Nel complesso, alla fine del terzo trimestre del 2021 (cfr. S1 2021 nei grafici 1 e 2), le condizioni di finanziamento avevano iniziato a migliorare. Tuttavia, questa fase si è conclusa con un rallentamento dell'attività economica, in un contesto caratterizzato da un'accresciuta incertezza geopolitica legata alla guerra in Ucraina e da una diffusa rivalutazione dei rischi percepiti dalle banche. Tali fattori hanno determinato un irrigidimento delle condizioni di prestito in termini di tassi di interesse e un calo dell'offerta di credito già agli inizi del 2022, precedenti il primo innalzamento dei tassi di riferimento da parte della BCE a luglio 2022.

La quarta fase, che ha avuto inizio ad aprile 2022, ha evidenziato elevati fabbisogni di finanziamento e la quota netta più elevata mai registrata di imprese che hanno segnalato aumenti dei tassi di interesse dall'avvio dell'indagine. Già nel primo trimestre del 2022, quindi prima dell'aumento iniziale dei tassi di interesse da parte della BCE a luglio 2022, il 6 per cento delle banche dell'area dell'euro aveva irrigidito i propri criteri per la concessione del credito alle società non finanziarie, come indicato nell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dalla BCE](#). Tale percentuale è aumentata ulteriormente in previsione della fase iniziale del ciclo di inasprimento della BCE, avvenuta nel terzo trimestre. Alla fine del 2022 la percentuale di banche che hanno irrigidito i criteri di concessione del credito era salita al 27 per cento e si è mantenuta su tale livello nel

⁸ Al culmine della pandemia, la BCE ha annunciato misure diffuse a sostegno del funzionamento dei mercati del credito, quali la ricalibrazione delle condizioni per le operazioni OMRLT-III, con condizioni molto accomodanti per le banche, l'espansione del programma di acquisto di attività e l'avvio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica. I governi europei hanno reagito all'insorgere della pandemia ricorrendo a ingenti pacchetti di misure di bilancio. Per ulteriori dettagli su tali pacchetti, cfr. il riquadro 2 [L'impatto delle misure di sostegno di bilancio sul fabbisogno di liquidità delle imprese durante la pandemia](#) nel numero 4/2021 di questo Bollettino.

primo trimestre del 2023⁹. Al tempo stesso, gran parte delle imprese, indipendentemente dalla loro dimensione, ha segnalato aumenti dei tassi di interesse nell'indagine SAFE, con la percentuale netta più elevata mai registrata dall'inizio dell'indagine. Il fabbisogno di finanziamento si è ampliato; ciò è principalmente riconducibile a una minore disponibilità di finanziamento esterno, di riflesso alla trasmissione generalizzata dell'inasprimento della politica monetaria.

Le nuove indagini trimestrali indicano che, a partire dall'ultimo trimestre del 2023, le imprese hanno segnalato un lieve miglioramento delle condizioni di finanziamento, che permangono tuttavia ancora rigide¹⁰. Si tratta del periodo in cui l'orientamento restrittivo della politica monetaria giungeva al suo termine e si erano gradualmente manifestate aspettative di un allentamento. Tra l'ultimo trimestre del 2023 e il secondo trimestre del 2024 la percentuale netta di imprese che hanno segnalato aumenti dei tassi di interesse si è quasi dimezzata. Nel contempo, il fabbisogno di finanziamento si è ridotto, scendendo a zero per le PMI e passando da positivo a lievemente negativo per le grandi imprese. Ciò è principalmente riconducibile alla maggiore disponibilità di prestiti bancari per tutte le classi dimensionali di impresa, che è stata più pronunciata per le grandi imprese.

Le aspettative delle imprese circa la futura disponibilità di credito svolgono un ruolo importante nel “canale del credito bancario” della politica monetaria¹¹.

Alle imprese viene inoltre chiesto di indicare le loro aspettative circa la disponibilità di credito nei prossimi sei mesi. Come illustrato nel grafico 2, le oscillazioni nella disponibilità attesa di prestiti bancari costituiscono un indicatore affidabile delle variazioni nell'accesso effettivo al finanziamento esterno nei periodi successivi.

Le decisioni di politica monetaria influiscono notevolmente sulle aspettative riguardo all'offerta futura di credito e ai fabbisogni finanziari. Un inasprimento della politica monetaria riduce le aspettative delle imprese in merito alla disponibilità di prestiti bancari futuri, il che a sua volta influisce sulle loro decisioni reali, anche prima che si verifichi un'effettiva variazione delle condizioni del credito¹². Si ritiene, inoltre, che aumenti i fabbisogni finanziari delle imprese e riduca le loro aspettative riguardo alla disponibilità futura di prestiti bancari (cfr. il grafico 3)¹³. Tali effetti possono persistere fino a due anni dopo uno shock, a riprova dell'impatto significativo della politica monetaria sulle condizioni di finanziamento delle imprese

⁹ Cfr. l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dalla BCE e l'articolo 1 *Buon anniversario BLS! L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro compie vent'anni* nel numero 7/2023 di questo Bollettino. Inoltre, cfr. Ferrando A., Holton, S. e Parle, C., “The transmission of bank credit conditions to firms — evidence from linked surveys”, *Working Paper Series*, n. 2975, BCE, 2024 per un'analisi dell'impatto dei criteri per la concessione del credito bancario sull'accesso delle imprese ai finanziamenti.

¹⁰ Le risposte alle indagini più recenti disponibili per questo articolo si riferiscono al secondo trimestre del 2024 e l'edizione è stata condotta tra il 28 maggio e il 20 giugno. Pertanto, non è possibile valutare appieno l'impatto della variazione del tasso di interesse a giugno 2024.

¹¹ Per studi fondamentali sul canale del credito bancario, cfr. Bernanke B. e Blinder A., “Credit, Money and Aggregate demand”, *The American Economic Review*, vol. 78, n. 2, American Economic Association, maggio 1988, pagg. 435-439, e Kashyap, A.K. e Stein, J.C., “The impact of monetary policy on bank balance sheets”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 42, Elsevier, giugno 1995, pagg. 151-195.

¹² Cfr. Ferrando, A., Popov, A. e Udell, G., “Unconventional monetary policy, funding expectations, and firm decisions”, *European Economic Review*, vol. 149, Elsevier, ottobre 2022, pagg. 1-24.

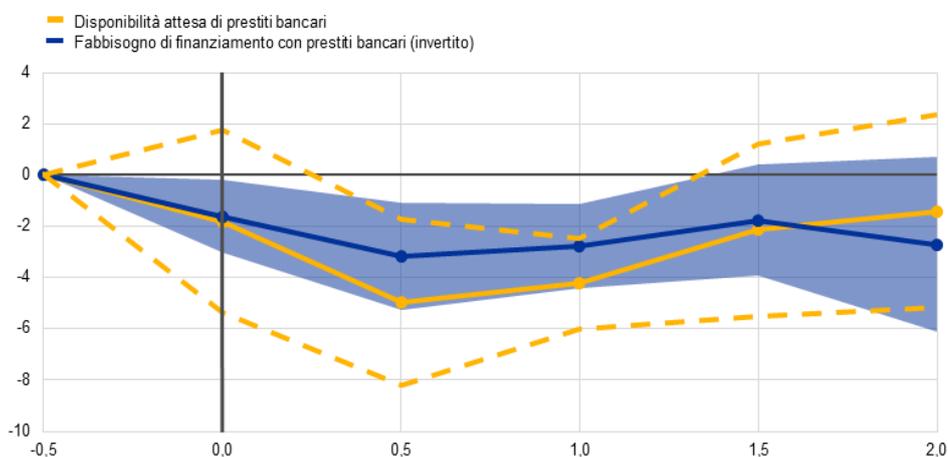
¹³ Cfr. il riquadro 5 *L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

attraverso il canale dell'offerta di credito. Inoltre, altre analisi empiriche mostrano che le imprese tengono sotto stretta osservazione la politica monetaria della BCE quando gli annunci vengono resi noti, ma reagiscono in modo diverso a seconda del loro contenuto informativo¹⁴. Quando il contenuto delle notizie è moderato o percepito come positivo per la disponibilità di prestiti bancari, le imprese reagiscono meno rapidamente e sono meno preoccupate. Tuttavia, quando gli annunci implicano shock significativi e segnalano notizie negative riguardo alla disponibilità di credito, le imprese reagiscono rapidamente, tarando le proprie aspettative sui prestiti bancari.

Grafico 3

Risposta a uno shock di politica monetaria dei fabbisogni finanziari e delle aspettative circa la futura disponibilità di prestiti bancari

(asse delle ascisse: anni dopo lo shock; asse delle ordinate: variazioni in punti percentuali rispetto al periodo precedente lo shock)



Fonte: riquadro 5 *L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

Note: risposta dei fabbisogni di finanziamento delle imprese e della percentuale netta di imprese che hanno segnalato di attendersi un aumento della disponibilità di prestiti bancari nei sei mesi successivi a uno shock di politica monetaria pari a una deviazione standard. Lo shock utilizzato nell'analisi di regressione è il fattore obiettivo di Altavilla, C. et al., "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, Elsevier, 2019, pagg.162-179. Tale shock coglie le sorprese di politica monetaria nel segmento a brevissimo termine della curva del tasso OIS (overnight index swap) e in concomitanza degli annunci di politica monetaria della BCE. L'effetto degli shock di politica monetaria sulle variabili dell'indagine SAFE è stimato utilizzando metodi di proiezione locali. L'area ombreggiata e le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza del 95 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra aprile e settembre 2021.

Riquadro 1

Collegamento tra i dati dei mercati finanziari e gli indicatori basati sull'indagine SAFE dei fabbisogni di finanziamento delle imprese

a cura di Sara Lamboglia

Il presente riquadro esamina come alcune delle principali variabili dei mercati finanziari contribuiscano alla dinamica del fabbisogno di finanziamento nel tempo.

L'indagine fornisce informazioni sulle variazioni dei fabbisogni di finanziamento delle imprese nelle varie fonti di finanziamento esterno, quali i prestiti bancari, le linee di credito, i crediti commerciali, nonché le emissioni di azioni e titoli di debito. L'indicatore composito del fabbisogno di finanziamento è costruito come media ponderata dei fabbisogni finanziari per ogni singolo

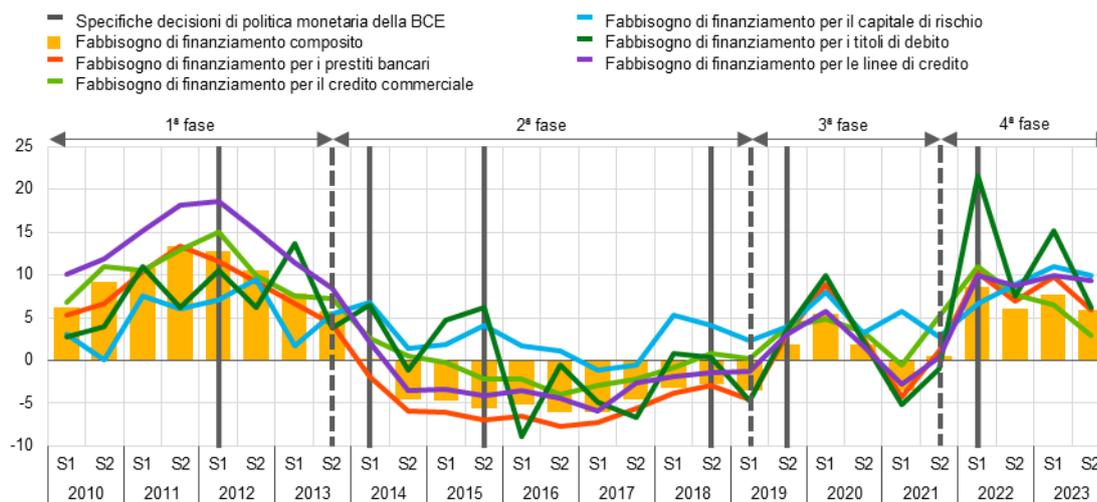
¹⁴ Cfr. Ferrando, A. e Forti-Grazzini, C., "Monetary policy shocks and firms' bank loan expectations", *Working Paper Series*, n. 2838, BCE, 2023.

strumento. Sebbene il fabbisogno finanziario composito sembri andare di pari passo con il fabbisogno di finanziamento per i prestiti bancari (cfr. il grafico A), la discrepanza tra le due misure suggerisce che le imprese potrebbero ricorrere a varie fonti di finanziamento esterno per sostenere le proprie attività¹⁵.

Grafico A

Fabbisogno di finanziamento composito delle imprese e sue componenti

(percentuali nette)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.

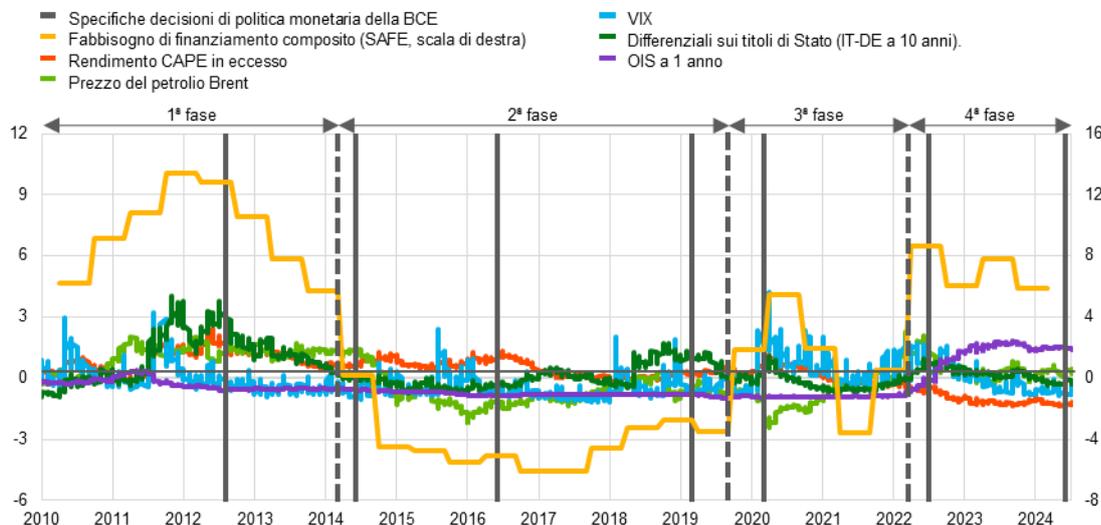
Note: gli indicatori del fabbisogno di finanziamento combinano sia le esigenze finanziarie sia la disponibilità di prestiti bancari, crediti commerciali, azioni, titoli e linee di credito a livello di impresa. Per ciascuno dei cinque strumenti di finanziamento, l'indicatore della variazione percepita nel fabbisogno di finanziamento assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Il fabbisogno di finanziamento composito è calcolato a livello di impresa sommando i fabbisogni finanziari per ciascuna delle fonti di finanziamento pertinenti e dividendo il totale per il numero di tali fonti. Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno finanziario. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. Cfr. anche le note al grafico 1. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024.

¹⁵ Cfr., ad esempio, il riquadro 7 *Sostituzione tra emissione di titoli di debito e prestiti bancari: evidenze dall'indagine SAFE* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

Grafico B

Fabbisogno di finanziamento composito delle imprese e specifiche variabili del mercato finanziario

(scala di sinistra: deviazione standard; scala di destra: percentuali nette)



Fonti: indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento, Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx ed elaborazioni della BCE.

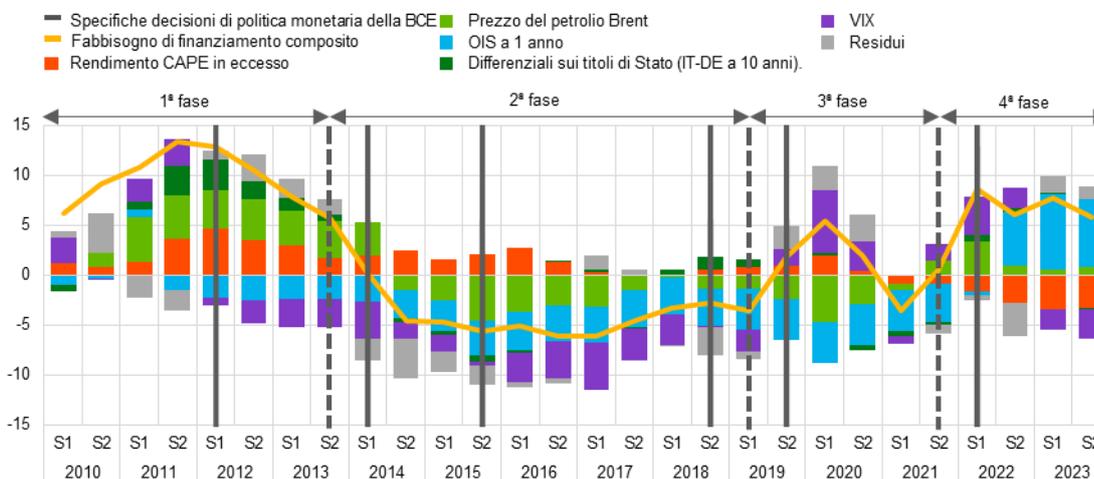
Note: il rendimento in eccesso del rapporto tra prezzi di mercato e utili depurati dalle componenti cicliche (cyclically adjusted price-to-earnings ratio, CAPE) è il rendimento in eccesso in termini reali delle azioni europee rispetto ai titoli di Stato; OIS a 1 anno è il tasso overnight index swap a un anno; il prezzo del petrolio Brent è il costo per barile del greggio di qualità Brent; l'indice di volatilità (VIX) è l'indice che misura le aspettative di mercato circa la volatilità futura basata sul prezzo delle opzioni sull'indice S&P 500; il differenziale sui titoli di Stato (IT-DE a 10 anni) è la differenza tra i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni italiani e tedeschi. Le variabili del mercato finanziario hanno frequenze giornaliere e sono riportate in termini di scostamenti dalle rispettive medie di lungo periodo. I valori del fabbisogno di finanziamento composito sono quelli della serie semestrale. Per il fabbisogno finanziario, cfr. le note al grafico A, per le percentuali nette e per le specifiche decisioni di politica monetaria della BCE, cfr. le note al grafico 1. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024 per l'indagine e al 22 luglio 2024 per i dati finanziari.

Per valutare la relazione tra le variabili giornaliere dei mercati finanziari nel grafico B e il fabbisogno di finanziamento composito nell'indagine SAFE, ai dati semestrali dell'indagine viene applicato un modello lineare. Un'analisi dei contributi stimati di tali variabili nel tempo consente di comprendere meglio i fattori che potrebbero influenzare le variazioni del fabbisogno di finanziamento composito (cfr. il grafico C). L'esame delle quattro fasi principali delle condizioni di finanziamento, descritte nella sezione 2, indica che l'aumento del fabbisogno di finanziamento composito nella prima fase è correlato all'aumento dei corsi petroliferi e a premi per il rischio più elevati. Nella seconda fase, la minore incertezza, il calo dei corsi petroliferi e i tassi privi di rischio negativi sono stati associati principalmente a un calo del fabbisogno di finanziamento. Nella terza fase si è registrato un forte aumento del fabbisogno finanziario all'inizio della pandemia. Il modello attribuisce tale variazione al contributo positivo di una maggiore incertezza. Nella quarta fase, il fabbisogno di finanziamento composito ha raggiunto il suo livello percentuale netto più elevato dalla crisi dei debiti sovrani. Il modello attribuisce l'incremento osservato nell'estate del 2022 (cfr. S1 2022 nel grafico C) principalmente all'aumento dei prezzi del petrolio e all'accresciuta incertezza (approssimata dall'indice di volatilità, VIX). Successivamente, gli elevati tassi privi di rischio sono stati la principale determinante delle variazioni del fabbisogno di finanziamento, a dimostrazione del fatto che la trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria in atto ha raggiunto le fasi "a valle".

Grafico C

Contributo delle variabili dei mercati finanziari alle variazioni del fabbisogno di finanziamento composito

(percentuali nette)



Fonti: Refinitiv Datastream, Bloomberg, iBoxx, indagini sull'accesso delle imprese al finanziamento ed elaborazioni della BCE.

Note: CAPE indica il rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo; OIS a 1 anno indica il tasso overnight index swap a un anno e VIX si riferisce all'indice di volatilità. Il grafico riporta il contributo di ciascuna variabile del mercato finanziario al fabbisogno di finanziamento composito in ciascun momento. I contributi sono calcolati utilizzando il coefficiente della regressione del fabbisogno di finanziamento composito sulle variabili dei mercati finanziari descritte nel grafico B. La costante è omessa. Il residuo è dato dalla differenza tra il valore effettivo del fabbisogno di finanziamento composito e il valore previsto dal modello. Per una descrizione delle variabili dei mercati finanziari, cfr. le note al grafico B. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024. Le variabili dei mercati finanziari sono aggregate con frequenza semestrale utilizzando le medie degli stessi periodi di sei mesi utilizzate per il campione dell'indagine SAFE.

3 L'impatto delle crisi economiche e finanziarie sulla performance delle imprese

Comprendere gli effetti eterogenei delle crisi economiche e finanziarie su imprese di dimensioni diverse è importante per formulare risposte efficaci sul piano delle politiche. L'impatto delle crisi economiche e finanziarie può variare notevolmente tra le PMI e le grandi imprese, influenzando la loro capacità di sostenere le operazioni, gestire i costi e riprendersi. L'indagine SAFE fornisce dati preziosi per una valutazione granulare e tempestiva di questi effetti differenziali.

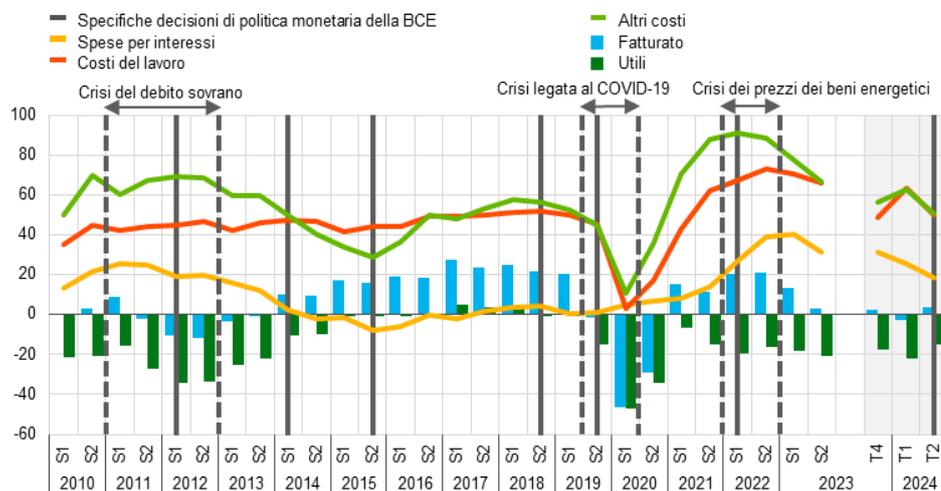
La crisi dei debiti sovrani ha registrato un calo significativo del fatturato e degli utili delle imprese, mentre sia il costo del lavoro sia i costi degli input diversi dal costo del lavoro sono rimasti stabili (cfr. il grafico 4). In questo periodo, dal terzo trimestre del 2011 al primo trimestre del 2013, la crisi ha drasticamente compromesso i mercati finanziari e l'attività economica reale nell'area dell'euro. Le PMI hanno registrato un rapido calo del fatturato dall'inizio della crisi (cfr. il grafico 4), mentre per le grandi imprese le ripercussioni economiche sono state meno gravi. Per tutta la durata della crisi, la quota di imprese che hanno segnalato un aumento dei costi del lavoro, dei materiali e dell'energia è rimasta relativamente stabile nelle due classi dimensionali. I profitti sono diminuiti in misura significativa e le PMI sono state le più colpite dal contesto economico avverso.

Grafico 4

Variazioni nella situazione economica delle imprese dell'area dell'euro

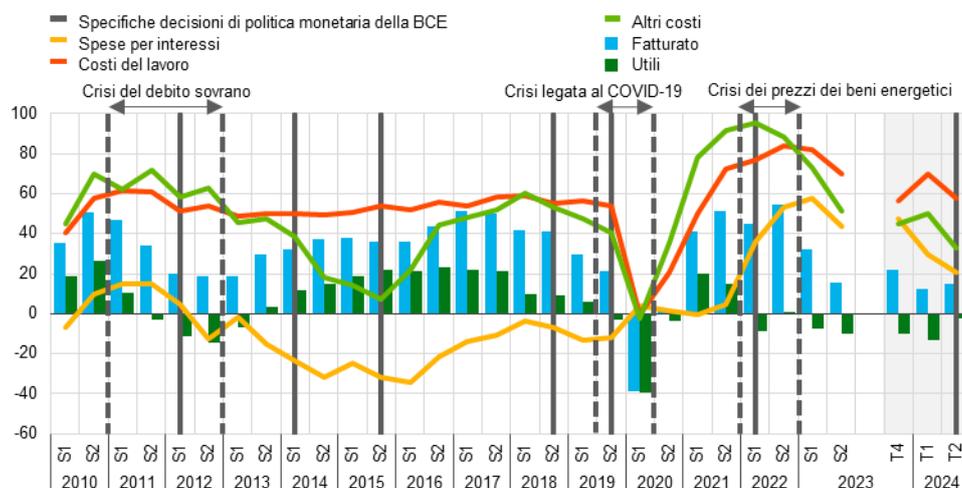
a) Piccole e medie imprese

(percentuali nette)



b) Grandi imprese

(percentuali nette)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.

Note: cfr. le note al grafico 1. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024 per la serie semestrale e al secondo trimestre del 2024 per la serie trimestrale.

Lo scoppio della pandemia e la successiva recessione economica hanno avuto un impatto negativo analogo sulle PMI e sulle grandi imprese dell'area dell'euro, ma queste ultime hanno mostrato una ripresa più rapida (cfr. il grafico 4). Nonostante le molteplici misure di aiuto da parte dei governi, le imprese hanno registrato un netto calo del fatturato e dei profitti¹⁶. Nella prima metà del 2020 (cfr. S1 2020 nel grafico 4), la percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento dei costi di lavoro, materie prime ed energia è anch'essa crollata sia per le PMI sia per le grandi imprese, riflettendo in larga misura un calo delle attività legate alla produzione. Grazie a varie garanzie pubbliche sui prestiti bancari, solo il 5 per

¹⁶ Cfr. inoltre l'articolo 2 *Una valutazione delle vulnerabilità delle imprese nell'area dell'euro* nel numero 2/2022 di questo Bollettino.

cento circa delle imprese ha segnalato un aumento della spesa per interessi, analoga in tutte le categorie dimensionali delle imprese. Tuttavia, mentre l'attività economica delle grandi imprese si è stabilizzata tra il quarto trimestre del 2020 e il primo trimestre del 2021 (cfr. S2 2020 nel grafico 4), le PMI hanno evidenziato un ritardo, continuando a segnalare un calo significativo del fatturato.

A differenza della crisi pandemica, la crisi dei prezzi dell'energia ha registrato aumenti senza precedenti del costo del lavoro e dei fattori diversi dal lavoro, non appena le imprese stavano iniziando a riprendersi (cfr. il grafico 4). A partire dal secondo trimestre del 2021, il fatturato è sostanzialmente aumentato con la ripresa dell'economia. Tuttavia, le imprese dell'area dell'euro hanno avuto difficoltà a tenere il passo con l'aumento dei costi degli input. I costi delle materie prime e dell'energia sono cresciuti e quasi tutte le imprese ne hanno segnalato un aumento tra il secondo e il terzo trimestre del 2022 (cfr. S1 2022 nel grafico 4). Anche il costo del lavoro è cresciuto considerevolmente, come indicato da una percentuale record del 73 per cento delle PMI e dell'84 per cento delle grandi imprese.

Sebbene una più elevata percentuale netta di grandi imprese abbia segnalato un aumento dei costi degli input rispetto alle PMI, il significativo aumento del fatturato a metà del 2022 ha consentito alle grandi imprese di compensare in parte la crescente pressione sui margini di profitto. Per contro, le PMI hanno segnalato quattro semestri consecutivi di diminuzioni nette degli utili, con la quota più elevata di imprese che hanno riportato diminuzioni nette tra il secondo e il terzo trimestre del 2022 (cfr. S1 nel grafico 4).

Subito dopo la crisi dei prezzi dell'energia, le imprese hanno dovuto far fronte al più marcato aumento della spesa per interessi mai registrato dalla presente indagine. A seguito dell'aumento dell'inflazione e del conseguente inasprimento della politica monetaria, le risposte all'indagine indicano che un record del 58 per cento delle grandi imprese e del 40 per cento delle PMI hanno registrato un aumento delle spese per interessi.

4 Le proprietà di indicatore anticipatore dell'attività dell'area dell'euro

Il fabbisogno di finanziamento composito e le aspettative sulla disponibilità di finanziamenti esterni sono correlati alla crescita attuale e futura del PIL in termini reali nell'area dell'euro (cfr. il grafico 5). L'aumento delle attività nell'area dell'euro (ovvero la crescita positiva del PIL in termini reali) si è di norma mosso in parallelo con un calo del fabbisogno di finanziamento composito, nonché con un maggiore ottimismo circa la futura disponibilità di finanziamento esterno. Come in studi precedenti, è possibile stimare gli andamenti medi della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro a seguito di variazioni del fabbisogno di finanziamento composito e della disponibilità attesa di finanziamento esterno¹⁷. Sebbene tali stime

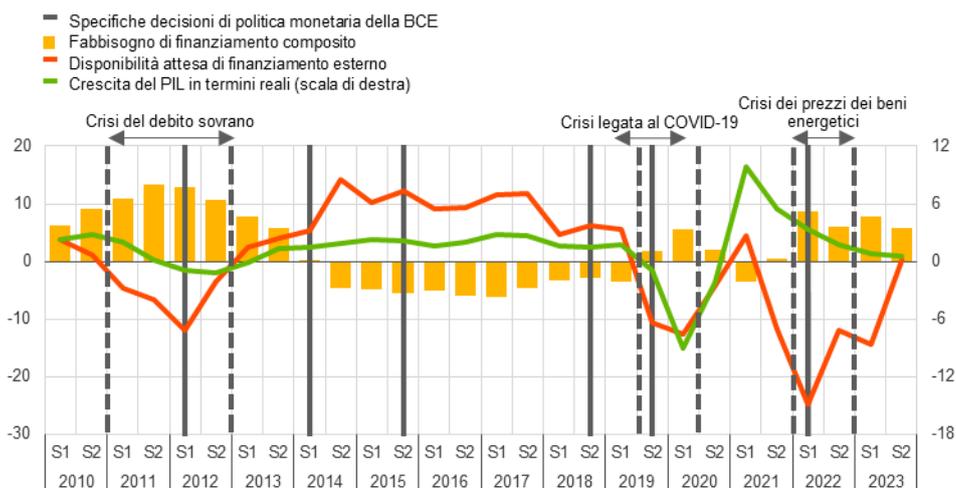
¹⁷ Cfr. il riquadro 5 *L'accesso delle imprese ai finanziamenti e il ciclo economico: evidenze dall'indagine SAFE* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

non stabiliscano effetti causali, forniscono un'indicazione degli andamenti medi futuri della crescita del PIL in termini reali a seguito di una variazione degli indicatori dell'indagine SAFE relativi alle suddette variabili.

Grafico 5

Fabbisogno di finanziamento composto delle imprese, disponibilità attesa di finanziamento esterno e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(variazioni percentuali nette del fabbisogno composto di finanziamento e della disponibilità attesa di finanziamento esterno; variazioni percentuali espresse in ragione d'anno della crescita del PIL)



Fonti: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ed Eurostat.

Note: per il fabbisogno di finanziamento composto, cfr. le note al grafico A nel riquadro 1. L'indicatore della disponibilità attesa di finanziamento esterno è la somma ponderata della disponibilità di ciascuno dei cinque strumenti di finanziamento considerati nel fabbisogno composto di finanziamento. Per le percentuali nette e le specifiche decisioni di politica monetaria della BCE, cfr. le note al grafico 1. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024 per l'indagine e a marzo 2024 per la crescita del PIL in termini reali.

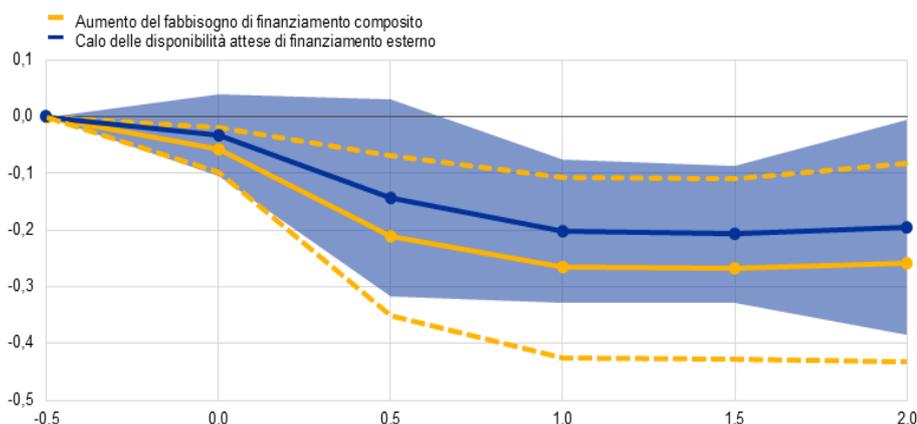
Dopo un aumento di 1 punto percentuale del fabbisogno di finanziamento composto, il PIL in termini reali dell'area dell'euro diminuisce, in media, dello 0,3 per cento nell'anno successivo (cfr. il grafico 6). Tale calo è costante nei

successivi 18 mesi, ma diventa meno significativo dopo due anni. Per contro, dopo un calo di 1 punto percentuale della disponibilità attesa di finanziamento esterno, il PIL in termini reali dell'area dell'euro diminuisce, in media, di circa lo 0,2 per cento nell'anno successivo. Tali stime dipendono dal ritardo nella crescita del PIL in termini reali e quindi sfruttano le informazioni desunte dall'indagine al di là dei recenti andamenti osservabili nel ciclo economico.

Grafico 6

Andamento medio della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dopo un deterioramento delle condizioni di finanziamento rispetto all'assenza di deterioramento

(asse delle ascisse: anni dopo lo shock; asse delle ordinate: crescita cumulata in percentuali relative al periodo precedente lo shock)



Fonti: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ed elaborazioni della BCE.

Note: andamento medio cumulato del PIL in termini reali dell'area dell'euro a seguito di variazioni del fabbisogno di finanziamento delle imprese e della percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento atteso della disponibilità di finanziamenti esterni (prestiti bancari, linee di credito, crediti commerciali, azioni e titoli di debito). L'analisi di regressione utilizza proiezioni locali e include la crescita attuale e passata del PIL come variabili di controllo. L'area ombreggiata e le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza del 95 per cento. Le ultime osservazioni si riferiscono al periodo compreso tra ottobre 2023 e marzo 2024 per l'indagine e a marzo 2024 per la crescita del PIL in termini reali.

5 Aspettative su prezzi e inflazione

A partire dal secondo trimestre del 2023 l'indagine SAFE è stata integrata con dati sulle aspettative di inflazione delle imprese dell'area dell'euro, colmando così una significativa carenza di informazioni. Le aspettative di inflazione delle

imprese dell'area dell'euro non sono state finora misurate in modo coerente nei vari paesi. Il riesame della strategia di politica monetaria della BCE nel periodo 2020-2021 ha messo in luce tale lacuna informativa¹⁸. A partire dal primo trimestre del 2024 le aspettative di inflazione dell'area dell'euro per gli orizzonti a uno, tre e cinque anni, insieme all'incertezza percepita dalle imprese in merito alle proprie aspettative di inflazione a cinque anni, sono disponibili su base trimestrale¹⁹.

Le aspettative mediane di inflazione delle imprese sono costantemente diminuite, a partire dal secondo trimestre del 2023, sull'orizzonte di un anno.

Le aspettative mediane di inflazione a un anno delle imprese dell'area dell'euro sono scese al 3 per cento a giugno 2024, dal picco del 5 per cento di giugno 2023, in linea con gli andamenti disinflazionistici (cfr. il pannello a) del grafico 7). Le PMI hanno aspettative di inflazione significativamente più elevate rispetto alle grandi imprese, come nel caso delle imprese del settore dei servizi. L'età e la proprietà delle imprese

¹⁸ Cfr. Baumann U. et al., "Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting", *Occasional Paper Series*, n. 264, BCE, settembre 2021.

¹⁹ Cfr. Baumann U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. e Reinelt, T., "SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms", *Working Paper Series*, n. 2949, BCE, 2024, per un'analisi delle proprietà e degli effetti causali delle aspettative di inflazione delle imprese nell'area dell'euro.

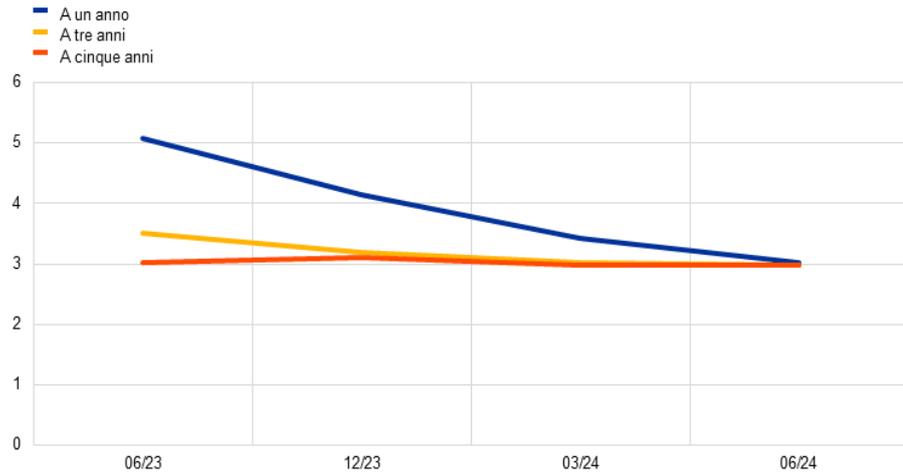
spiegano l'eterogeneità delle aspettative di inflazione (cfr. il pannello b) del grafico 7).

Grafico 7

Aspettative di inflazione su diversi orizzonti e relazione fra caratteristiche delle imprese e aspettative di inflazione

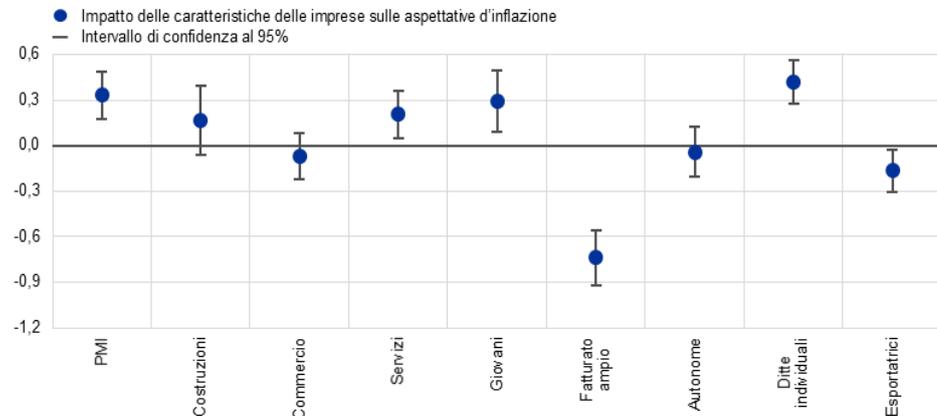
a) Aspettative di inflazione

(valori percentuali sui dodici mesi)



b) Caratteristiche delle imprese e aspettative di inflazione

(punti percentuali)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.

Note: il pannello a) mostra le mediane delle aspettative delle imprese, ponderate per l'indagine, riguardo l'inflazione nell'area dell'euro a un anno, tre anni e cinque anni. Il pannello b) mostra la relazione fra le caratteristiche delle imprese e le aspettative di inflazione a un anno. Errori standard robusti sono considerati per gli intervalli di confidenza del 95 per cento.

Dall'inizio del 2023 l'indagine SAFE ha anche chiesto alle imprese di indicare le aspettative riguardo a prezzi di vendita, salari, costi degli input e numero di dipendenti su un orizzonte di un anno. Nell'indagine viene chiesto alle imprese di indicare la variazione attesa nei successivi dodici mesi per quanto riguarda: a) il prezzo medio di vendita dei propri prodotti o servizi nei loro principali mercati; b) il prezzo medio dei fattori di produzione (costi diversi dal lavoro come materiali ed energia); c) il salario medio degli attuali dipendenti; e d) il numero di dipendenti.

I tassi di crescita dei prezzi di vendita attesi, dei costi salariali e dei costi degli input diversi dal lavoro hanno subito un significativo rallentamento negli ultimi periodi (cfr. il pannello a) del grafico 8). A marzo 2023 le imprese si attendevano un aumento medio dei propri prezzi di vendita del 6,1 per cento nei successivi dodici mesi, ma tale percentuale è scesa al 3 per cento entro giugno 2024. Nello stesso periodo, le aspettative sulla crescita salariale sono scese dal 5,4 al 3,3 per cento. Nel corso dell'intero periodo le PMI hanno costantemente previsto aumenti dei prezzi di vendita e dei costi degli input diversi dal lavoro più elevati rispetto alle grandi imprese.

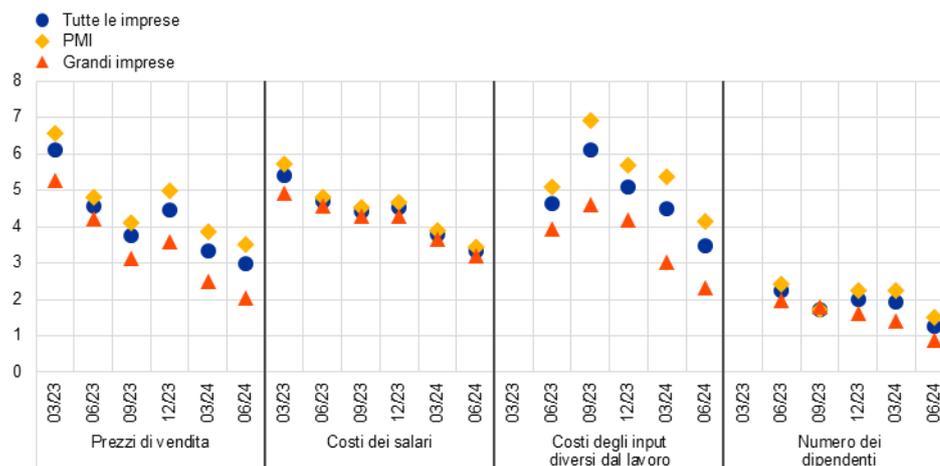
I più elevati costi salariali attesi tendono a essere correlati ai maggiori prezzi di vendita attesi, sebbene tale relazione si sia lievemente indebolita nell'ultimo anno (cfr. il pannello b) del grafico 8). Una regressione che analizza le variazioni attese delle imprese nei costi degli input diversi dal lavoro suggerisce che, a giugno 2024, un aumento di 1 punto percentuale delle aspettative salariali si associa, in media, ad aspettative sui prezzi di vendita maggiori di 0,18 punti percentuali. Tale relazione si è lievemente indebolita negli ultimi quattro trimestri. I risultati suggeriscono che le future riduzioni delle aspettative sul costo medio dei salari potrebbero tradursi in una diminuzione delle aspettative delle imprese sui prezzi di vendita, sebbene a un ritmo più lento.

Grafico 8

Aspettative delle imprese circa prezzi di vendita, salari, costi degli input e numero di dipendenti su un orizzonte di un anno

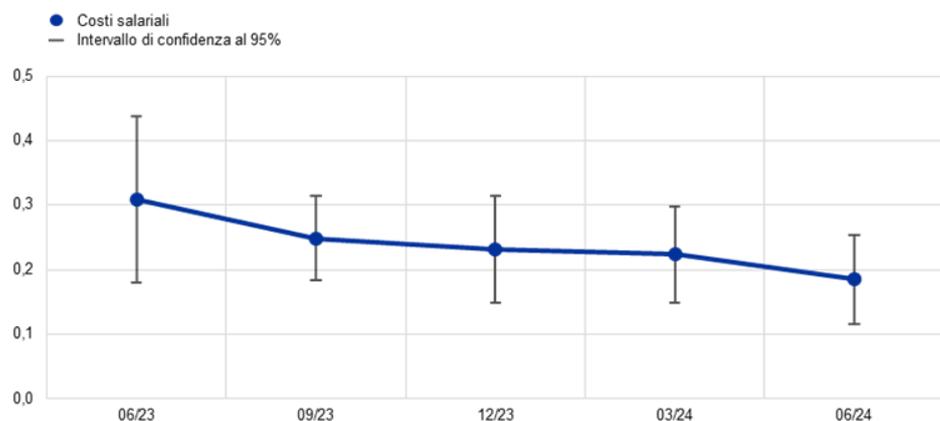
a) Aspettative delle imprese per dimensione

(variazioni percentuali nei dodici mesi successivi)



b) Impatto delle variazioni dei costi salariali sui prezzi di vendita

(variazione in punti percentuali delle attese sui prezzi di vendita associata a una variazione attesa di 1 punto percentuale dei costi salariali)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento.

Note: PMI sta per "piccole e medie imprese". Il pannello a) mostra le aspettative medie, ponderate per l'indagine, delle imprese dell'area dell'euro in merito alle variazioni di prezzi di vendita, salari degli attuali dipendenti, costi degli input diversi dal lavoro e numero di dipendenti per i successivi dodici mesi nelle varie classi dimensionali. Le cifre sono calcolate al netto dei dati relativi al 1° e al 99° percentile specifici per paese. Il pannello b) mostra i coefficienti stimati delle aspettative sui costi salariali ricavati da regressioni, calcolate separatamente per ciascun periodo, degli scostamenti di prezzo attesi sulle variazioni salariali attese, tenendo conto delle variazioni attese di altri costi degli input. Errori standard raggruppati per dimensione, settore e paese dell'impresa.

6 Osservazioni conclusive

Negli ultimi 15 anni, l'indagine SAFE è stata un'importante fonte di dati per valutare l'accesso al finanziamento delle imprese nell'area dell'euro. L'indagine ha svolto un ruolo importante nella comprensione della trasmissione della politica monetaria alle condizioni di finanziamento delle imprese. Inoltre, ha chiarito in che modo le variazioni delle condizioni di finanziamento influiscono sui risultati economici delle imprese e sul loro ciclo economico.

La recente accresciuta frequenza dell'indagine e l'introduzione di domande sulle aspettative di inflazione delle imprese nell'area dell'euro l'hanno resa ancora più utile per la valutazione della trasmissione della politica monetaria da parte della BCE. Con l'introduzione di domande sulle aspettative circa i prezzi di vendita e i costi degli input, l'indagine ha colmato una lacuna nella disponibilità di tali dati per le imprese dell'area dell'euro.

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 dal Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu>

Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" del Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Le definizioni metodologiche, le note generali e le note tecniche alle tavole statistiche sono consultabili nella sezione "Methodology" del Portale dati della BCE:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	6,1	8,6	2,7	8,4	6,2	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	2,5	4,8	1,2	3,0	3,3	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,9	0,3	1,7	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 4° trim.	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,2	0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 1° trim.	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2° trim.	.	0,7	0,5	0,7	.	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,6	2,0	.	.	2,2
2024 apr.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,2	3,4	2,3	2,5	0,3	2,4
mag.	-	-	-	-	-	-	5,9	6,1	3,3	2,0	2,8	0,3	2,6
giu.	-	-	-	-	-	-	5,6	5,9	3,0	2,0	2,8	0,2	2,5
lug.	-	-	-	-	-	-	5,4	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6
ago.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2
set.	-	-	-	-	-	-	.	.	2,4	1,7	.	0,4	1,7

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.

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,0	9,3	12,8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	4,6	1,8
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-0,5	-3,9	2,8
2023 4° trim.	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,6	0,7	0,6
2024 1° trim.	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,5	-0,7
2° trim.	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,5	2,0	1,0
3° trim.	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,9	53,4	48,4	.	.	.
2024 apr.	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,8	2,0	1,7
mag.	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,7	54,0	50,4	1,2	1,4	1,1
giu.	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	1,5	2,0	1,0
lug.	53,0	54,3	52,8	52,5	51,2	50,2	50,2	53,3	49,3	0,6	1,3	-0,1
ago.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	.	.	.
set.	52,5	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,4	52,9	47,5	.	.	.

Fonti S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
					Totale	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>												
2021	12.577,5	12.070,1	6.439,2	2.777,5	2.715,2	1.396,8	773,4	538,1	138,2	494,1	6.113,5	5.606,2
2022	13.652,2	13.363,9	7.219,6	2.940,7	2.986,7	1.547,6	855,5	576,2	216,9	241,3	7.402,6	7.114,3
2023	14.499,9	13.979,2	7.721,2	3.086,3	3.130,9	1.605,3	903,4	614,6	40,9	530,8	7.388,5	6.867,8
2023 3° trim.	3.638,1	3.500,2	1.946,1	776,7	780,3	401,0	227,4	150,0	-3,0	141,2	1.830,1	1.692,2
4° trim.	3.680,5	3.544,0	1.956,7	788,8	795,0	401,5	223,5	168,2	3,5	134,3	1.843,3	1.706,8
2024 1° trim.	3.716,8	3.533,6	1.978,0	795,8	781,0	403,7	220,7	154,6	-21,3	182,2	1.865,1	1.681,8
2° trim.	3.739,6	3.541,1	1.984,3	803,2	765,3	402,5	221,1	139,7	-11,6	.	1.903,0	1.704,5
<i>in percentuale del PIL</i>												
2023	100,0	96,4	53,2	21,3	21,6	11,1	6,2	4,2	0,3	3,7	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 3° trim.	0,0	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,5	0,2	1,0	-	-	-1,2	-1,5
4° trim.	0,1	0,1	0,0	0,7	1,0	-0,6	-2,8	10,7	-	-	0,3	0,5
2024 1° trim.	0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,8	0,1	-0,4	-8,0	-	-	1,1	-0,6
2° trim.	0,2	-0,3	-0,1	0,6	-2,2	-0,5	0,1	-9,8	-	-	1,4	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	6,2	5,0	4,7	4,3	3,5	5,7	8,0	-6,6	-	-	11,4	8,9
2022	3,3	3,5	4,9	1,1	1,9	0,2	4,0	3,5	-	-	7,3	8,1
2023	0,4	0,2	0,7	1,2	0,9	-1,3	2,1	4,7	-	-	-0,5	-0,9
2023 3° trim.	0,0	-0,3	-0,1	1,9	0,2	-0,6	1,4	0,8	-	-	-2,4	-3,1
4° trim.	0,2	0,2	0,9	1,9	1,3	-0,9	-1,0	10,4	-	-	-2,3	-2,4
2024 1° trim.	0,5	0,0	0,9	1,7	-1,0	-1,7	-3,0	4,0	-	-	-0,8	-1,9
2° trim.	0,6	-0,8	0,5	2,1	-3,0	-1,6	-2,9	-7,1	-	-	1,7	-1,1
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 3° trim.	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
4° trim.	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,5	-0,3	-0,1	-	-
2024 1° trim.	0,3	-0,5	0,2	0,0	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,8	-	-
2° trim.	0,2	-0,3	0,0	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,5	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	6,2	5,0	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,3	3,4	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,1	-	-
2023	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,6	0,2	-	-
2023 3° trim.	0,0	-0,3	-0,1	0,4	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,7	0,4	-	-
4° trim.	0,2	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,1	0,4	-0,9	0,0	-	-
2024 1° trim.	0,5	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,5	-	-
2° trim.	0,6	-0,8	0,3	0,5	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,9	1,4	-	-

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)											
	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	Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	11.232,0	185,8	2.173,4	589,7	2.014,9	601,8	518,3	1.267,8	1.353,6	2.195,9	330,7	1.345,5
2022	12.273,1	217,3	2.432,8	632,7	2.345,7	629,0	535,8	1.323,1	1.462,5	2.315,2	378,9	1.379,1
2023	13.117,8	224,3	2.593,3	702,2	2.445,5	676,4	602,2	1.450,0	1.570,4	2.442,2	411,3	1.382,1
2023 3° trim.	3.284,8	55,4	643,5	176,5	611,1	169,9	152,2	363,6	395,0	614,0	103,5	353,3
4° trim.	3.325,3	55,1	648,3	178,6	618,7	171,8	154,0	368,6	402,0	624,6	103,7	355,1
2024 1° trim.	3.350,5	56,3	636,8	181,4	624,6	173,8	159,0	373,3	406,7	632,8	105,6	366,3
2° trim.	3.370,5	56,5	632,3	181,1	633,4	176,0	160,9	376,7	411,6	635,8	106,1	369,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2023	100,0	1,7	19,8	5,4	18,6	5,2	4,6	11,1	12,0	18,6	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 3° trim.	0,0	-1,2	-1,0	-0,3	0,0	0,6	-0,2	0,2	0,4	0,4	1,8	0,5
4° trim.	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	1,7	-0,5	0,5	1,0	0,6	-1,6	-2,9
2024 1° trim.	0,2	0,8	-0,6	0,4	0,6	0,2	1,1	0,5	0,4	0,1	1,0	1,2
2° trim.	0,2	-0,9	-0,1	-1,0	0,5	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	-0,2	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	6,1	2,1	8,3	3,5	8,0	10,1	5,5	2,2	8,7	3,4	4,8	7,3
2022	3,6	-1,2	0,4	-1,4	8,7	5,5	-2,0	2,2	5,0	2,7	15,9	1,2
2023	0,7	0,3	-1,6	1,1	0,1	4,7	0,1	1,5	1,8	1,0	4,5	-2,4
2023 3° trim.	0,2	-0,5	-2,2	1,7	-1,0	3,5	0,6	1,3	1,6	0,6	3,4	-1,6
4° trim.	0,6	-0,6	-2,4	2,1	0,0	5,0	-0,3	1,5	2,2	1,2	3,4	-3,5
2024 1° trim.	0,7	-0,2	-1,8	-0,2	1,0	3,6	0,7	1,1	2,4	1,3	1,8	-1,4
2° trim.	0,8	-1,0	-1,5	-0,7	1,2	2,8	0,6	1,5	2,3	1,4	1,0	-0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 3° trim.	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 1° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2° trim.	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	6,1	0,0	1,6	0,2	1,4	0,5	0,3	0,3	1,0	0,7	0,2	-
2022	3,6	0,0	0,1	-0,1	1,6	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,5	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2023 3° trim.	0,2	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-
4° trim.	0,6	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,7	0,0	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	-
2° trim.	0,8	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2021	100,0	86,2	13,8	3,0	14,3	6,4	24,0	3,2	2,4	1,0	13,9	25,1	6,7
2022	100,0	86,3	13,7	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,0	14,0	25,0	6,7
2023	100,0	86,4	13,6	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,0	14,0	25,0	6,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,3	0,0	3,3	0,2	4,4	0,5	0,9	2,9	2,1	1,1
2022	2,2	2,4	1,2	-1,0	1,2	3,3	3,2	5,9	-0,2	3,6	2,9	1,6	1,6
2023	1,4	1,5	1,0	-1,2	0,9	1,4	1,8	3,5	0,9	2,1	1,7	1,4	1,1
2023 3° trim.	1,4	1,5	0,9	-0,9	0,7	1,3	2,1	2,5	1,1	1,4	1,5	1,4	0,7
4° trim.	1,2	1,2	1,1	-0,5	0,4	1,6	1,2	2,7	0,9	1,3	1,2	1,5	1,3
2024 1° trim.	1,0	1,0	0,6	-0,5	0,1	1,2	1,2	2,2	0,7	0,0	1,0	1,5	0,3
2° trim.	0,9	0,9	0,7	-1,0	0,6	1,1	0,5	1,7	0,2	-1,4	0,7	1,6	1,1
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2021	100,0	81,6	18,4	4,1	15,0	7,4	24,1	3,5	2,5	1,1	13,9	22,6	5,9
2022	100,0	81,6	18,4	3,9	14,6	7,4	25,1	3,5	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
2023	100,0	81,8	18,2	3,8	14,5	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,0	22,0	6,0
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	5,9	5,7	7,1	1,5	4,9	9,8	6,6	7,6	2,7	6,5	8,3	4,0	6,8
2022	3,4	3,4	3,0	-1,5	0,9	3,4	7,4	5,6	-0,5	5,5	3,9	0,5	5,7
2023	1,2	1,5	0,2	-1,7	0,5	1,0	1,6	3,1	0,5	1,7	1,6	1,4	1,5
2023 3° trim.	1,5	1,7	0,6	-1,5	0,6	1,5	2,0	2,1	1,0	1,6	1,7	1,9	1,6
4° trim.	1,2	1,5	0,3	-1,0	0,5	1,3	1,3	3,0	0,4	0,9	1,4	1,8	1,1
2024 1° trim.	0,7	0,8	0,3	-1,8	-0,5	0,9	1,1	2,0	-0,3	-0,6	1,3	1,2	0,3
2° trim.	0,8	1,0	-0,1	-1,5	0,6	0,7	0,3	1,9	-0,2	-1,4	1,1	1,6	1,6
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	4,4	4,0	6,7	1,2	4,9	6,3	6,4	3,1	2,2	5,6	5,3	1,8	5,6
2022	1,1	1,0	1,8	-0,5	-0,3	0,2	4,1	-0,3	-0,3	1,9	0,9	-1,0	4,1
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	0,4
2023 3° trim.	0,1	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	-0,4	-0,1	0,2	0,2	0,5	0,9
4° trim.	0,0	0,2	-0,8	-0,5	0,1	-0,3	0,0	0,3	-0,4	-0,4	0,2	0,3	-0,2
2024 1° trim.	-0,3	-0,2	-0,3	-1,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,0	-0,6	0,3	-0,3	0,0
2° trim.	-0,1	0,1	-0,8	-0,5	0,0	-0,4	-0,2	0,2	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,064	3,4	12,823	7,8	3,2	10,343	6,9	2,480	16,9	6,547	7,4	6,276	8,2	2,5
2022	167,948	3,1	11,401	6,8	2,7	9,147	6,0	2,254	14,6	5,732	6,4	5,670	7,2	3,2
2023	170,273	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,649	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 3° trim.	170,358	2,9	11,238	6,6	2,3	8,899	5,8	2,339	14,7	5,689	6,3	5,550	7,0	3,0
4° trim.	171,064	2,9	11,161	6,5	2,3	8,794	5,7	2,367	14,8	5,650	6,2	5,511	6,9	2,9
2024 1° trim.	171,606	2,9	11,195	6,5	2,3	8,870	5,7	2,325	14,5	5,660	6,2	5,535	6,9	2,9
2° trim.	171,896	2,8	11,115	6,5	2,1	8,787	5,6	2,329	14,6	5,629	6,2	5,487	6,8	2,6
2024 mar.	-	-	11,127	6,5	-	8,812	5,7	2,314	14,5	5,629	6,2	5,498	6,8	-
apr.	-	-	11,079	6,4	-	8,762	5,6	2,317	14,5	5,623	6,2	5,455	6,8	-
mag.	-	-	11,117	6,5	-	8,786	5,6	2,331	14,6	5,661	6,2	5,455	6,8	-
giu.	-	-	11,108	6,5	-	8,818	5,6	2,290	14,4	5,684	6,2	5,423	6,7	-
lug.	-	-	11,019	6,4	-	8,756	5,6	2,262	14,2	5,701	6,2	5,318	6,6	-
ago.	-	-	10,925	6,4	-	8,694	5,6	2,231	14,1	5,630	6,1	5,295	6,6	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.
- 2) Non destagionalizzati.
- 3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	Totale	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 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,4	0,9	8,7	9,1	8,0	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,2	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,7	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-0,9	-1,7	2,8	13,9
2023 3° trim.	-4,8	-4,3	-5,5	-2,5	-3,1	-7,4	1,7	-2,2	-1,8	-1,6	-3,8	2,0	13,3
4° trim.	-3,9	-4,3	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,2	-0,7	-0,5	0,1	-4,0	1,8	4,1
2024 1° trim.	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	3,2	4,5
2° trim.	-3,6	-3,9	-2,3	-7,2	0,5	-0,1	-1,6	0,3	-0,2	0,8	0,5	2,8	4,1
2024 mar.	-1,3	-1,0	-2,8	1,6	-7,4	-2,5	-0,4	0,6	0,9	0,7	-1,0	2,2	2,0
apr.	-3,2	-3,2	-2,2	-5,4	-0,1	-2,3	-1,3	0,8	-0,2	1,3	1,6	4,6	4,3
mag.	-3,5	-3,9	-3,3	-7,7	1,5	0,2	-2,4	0,5	0,5	0,8	0,3	2,6	-3,7
giu.	-4,2	-4,6	-1,5	-8,4	0,2	2,0	-1,3	-0,3	-0,9	0,2	-0,3	1,3	11,8
lug.	-2,1	-2,3	-2,9	-4,5	1,5	1,1	-2,2	-0,1	-0,8	0,3	-0,7	2,6	-8,4
ago.	0,1	-0,4	-2,7	0,2	1,3	2,6	.	0,8	-0,2	1,4	2,5	.	-12,8
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2024 mar.	0,7	0,9	-0,2	0,5	-1,9	-0,1	-0,3	0,6	1,1	-0,1	0,6	-0,3	-2,0
apr.	-0,5	-0,5	-0,3	0,2	3,3	-0,2	-0,9	0,0	-0,9	0,7	-0,4	1,0	0,3
mag.	-0,8	-0,8	-0,9	-2,7	1,2	0,7	-0,8	0,1	1,0	-0,2	0,1	-0,1	-6,8
giu.	0,3	-0,1	0,6	1,1	-1,2	1,6	0,6	-0,4	-0,7	-0,1	-0,4	-0,8	15,2
lug.	-0,5	-1,0	-1,3	-1,3	1,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,6	1,0	-12,3
ago.	1,8	1,5	-0,3	3,7	0,3	0,4	.	0,2	0,2	0,3	1,1	.	-4,4

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

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
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	.	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 4° trim.	94,8	-9,0	79,9	-16,7	-4,3	-6,6	6,1	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 1° trim.	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
2° trim.	95,9	-10,1	79,0	-14,3	-6,3	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	96,2	-10,4	78,3	-13,1	-6,1	-8,5	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
2024 apr.	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-5,9	-6,9	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
mag.	96,2	-9,9	.	-14,3	-6,1	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
giu.	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,9	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
lug.	96,0	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,1	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
ago.	96,5	-9,9	.	-13,4	-6,3	-7,9	6,4	.	45,8	45,8	52,9	51,0
set.	96,2	-10,9	.	-12,9	-5,8	-8,5	6,7	.	45,0	44,9	51,4	49,6

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e S&P Global Market Intelligence (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 ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,2	94,1	2,3	3,6	17,8	7,8	7,5	36,8	7,7	76,8	5,7	10,2	3,5
2022	13,6	90,9	0,4	2,3	12,8	2,5	8,2	37,7	5,4	71,9	4,3	9,9	2,8
2023	14,1	85,0	1,3	1,9	3,1	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	1,8	0,8
2023 3° trim.	13,9	86,1	0,6	1,9	1,6	1,6	-0,6	36,6	5,6	68,3	2,2	-10,9	1,0
4° trim.	14,1	85,0	1,7	1,9	2,2	1,8	-1,5	35,9	5,4	67,5	1,8	0,2	0,8
2024 1° trim.	14,5	83,7	2,9	1,9	-3,2	2,1	-0,7	35,0	4,7	67,2	1,9	-5,8	0,8
2° trim.	14,9	83,1	2,2	2,1	-1,7	2,8	0,9	34,4	4,1	66,7	2,2	-7,0	1,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

2.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro (miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 3° trim.	1.426,3	1.362,7	63,6	705,6	625,1	346,5	312,7	330,6	335,2	43,6	89,8	29,7	18,2
4° trim.	1.409,5	1.329,4	80,0	694,0	620,0	346,3	314,8	320,1	302,0	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 1° trim.	1.429,2	1.324,9	104,3	704,9	600,5	368,5	336,4	309,7	308,5	46,1	79,5	18,9	31,6
2° trim.	1.489,5	1.357,8	131,6	716,8	613,9	390,7	339,7	335,3	313,9	46,6	90,3	25,4	22,1
2024 feb.	480,8	448,3	32,5	234,0	202,4	126,4	113,9	105,0	106,3	15,4	25,7	4,2	8,7
mar.	476,4	445,4	30,9	236,0	206,5	121,5	111,7	103,2	99,7	15,6	27,5	10,5	9,7
apr.	498,0	454,9	43,1	240,3	205,8	128,9	112,8	112,6	106,6	16,3	29,6	6,9	8,7
mag.	493,6	458,7	34,9	237,7	205,0	129,5	110,4	112,5	113,9	13,9	29,3	8,2	7,6
giu.	497,8	444,3	53,5	238,8	203,1	132,4	116,5	110,2	93,3	16,4	31,4	10,3	5,8
lug.	493,8	454,2	39,6	238,5	203,4	126,5	107,8	113,5	114,2	15,3	28,8	6,4	6,7
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2024 lug.	5.775,3	5.378,5	396,8	2.825,9	2.451,7	1.463,6	1.308,6	1.299,6	1.266,8	186,2	351,4	133,8	112,1
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2024 lug.	39,1	36,4	2,7	19,1	16,6	9,9	8,9	8,8	8,6	1,3	2,4	0,9	0,8

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

2.9 Commercio estero di beni dell'area dell'euro ¹⁾, in valore e in volume per categoria di prodotti ²⁾ (dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: Industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Totale	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>													
2023 3° trim.	-5,2	-22,1	703,9	331,4	141,9	215,0	586,3	678,5	390,5	111,5	158,9	489,7	82,2
4° trim.	-4,8	-16,6	708,4	333,3	144,2	214,7	588,7	669,4	383,3	107,7	157,8	477,2	81,1
2024 1° trim.	-3,0	-12,0	713,7	336,7	142,5	218,9	590,3	654,7	371,4	105,4	158,4	463,4	75,8
2° trim.	1,7	-4,3	717,8	337,6	136,2	223,6	592,1	670,4	383,0	108,6	161,3	475,4	78,9
2024 feb.	0,3	-7,9	237,6	111,1	47,6	73,0	197,1	221,4	124,6	35,8	52,7	154,7	24,8
mar.	-9,2	-11,5	237,9	112,5	46,7	74,1	195,9	221,5	125,6	35,8	54,5	158,3	25,8
apr.	13,8	1,9	244,1	114,3	46,5	76,4	199,7	225,3	130,0	36,2	54,7	159,0	28,0
mag.	-0,7	-6,3	236,6	112,7	44,6	73,6	197,0	225,0	128,4	36,4	53,2	158,9	27,2
giu.	-6,3	-8,4	237,1	110,6	45,2	73,6	195,4	220,1	124,6	35,9	53,4	157,5	23,7
lug.	10,2	4,0	239,0	.	.	.	196,9	223,5	.	.	.	157,7	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 3° trim.	-4,2	-10,1	96,3	93,9	96,0	102,4	96,0	106,7	104,7	111,4	109,5	108,6	171,7
4° trim.	-3,6	-8,7	96,3	93,1	96,1	103,0	95,5	104,5	101,9	104,8	108,3	105,6	164,4
2024 1° trim.	-4,0	-7,1	96,7	94,0	93,4	104,2	95,6	103,5	100,9	101,5	107,7	103,0	164,3
2° trim.	-0,9	-4,4	95,6	93,0	88,6	105,4	94,5	103,7	101,0	104,2	107,6	104,1	168,8
2024 gen.	0,7	-9,6	97,7	96,0	95,4	102,4	96,7	101,5	99,8	97,3	104,7	100,7	161,0
feb.	-0,8	-3,4	96,4	92,6	92,3	105,0	95,0	103,7	101,2	103,2	107,2	103,1	166,6
mar.	-10,6	-8,0	96,0	93,4	92,4	105,2	95,0	105,2	101,7	104,1	111,1	105,1	165,4
apr.	11,3	3,0	97,1	94,2	90,6	107,3	95,9	105,0	102,6	104,1	108,9	105,5	172,7
mag.	-3,5	-6,9	95,0	93,0	87,3	104,4	93,9	103,1	100,9	104,3	106,5	103,2	172,2
giu.	-8,7	-8,8	94,7	91,7	88,0	104,5	93,6	103,0	99,4	104,2	107,5	103,7	161,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	Ser- vizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,8	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,5	-0,5	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
3° trim.	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,7	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
2024 apr.	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	2,4	2,1
mag.	126,3	2,6	2,9	1,3	4,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-1,2	0,6	2,5	2,8
giu.	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,2	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
lug.	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
ago.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
set.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 4° trim.	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 1° trim.	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8
2° trim.	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
3° trim.	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
2024 apr.	2,8	3,2	1,2	0,5	0,9	-0,6	3,4	2,8	2,7	-0,5	4,8	3,9
mag.	2,6	2,8	1,8	0,6	0,7	0,3	3,3	2,8	4,2	-0,7	5,3	4,0
giu.	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1
lug.	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0
ago.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0
set.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0

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 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 ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Totale	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 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2023 3° trim.	127,8	-8,6	-0,3	1,5	-3,9	4,5	6,4	5,4	4,9	-25,1	5,1	-2,2	-9,3
4° trim.	128,1	-8,4	-1,1	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,1
2024 1° trim.	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,6	-0,3	.
2° trim.	122,9	-4,4	-0,2	-0,6	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	.
2024 mar.	124,0	-7,7	-1,2	-1,3	-4,9	1,9	1,2	-0,7	1,1	-20,4	-	-	-
apr.	122,9	-5,6	-0,6	-1,0	-3,9	1,5	1,1	-0,9	1,1	-15,0	-	-	-
mag.	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-
giu.	123,3	-3,3	0,1	-0,2	-2,3	1,6	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
lug.	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,4	1,3	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
ago.	124,9	-2,3	-0,8	0,3	-0,8	1,4	1,4	0,4	0,8	-7,7	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Domanda interna						Esportazioni ¹⁾		Importazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
		Totale	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Non alimentari				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	102,1	2,1	2,8	2,2	1,9	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0	
2022	107,3	5,1	7,0	6,9	4,7	7,9	12,9	17,5	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9	
2023	113,5	5,8	4,4	6,2	3,7	4,0	0,4	-2,5	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2023 4° trim.	115,2	4,9	3,7	4,0	2,7	2,5	-1,9	-4,5	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0	
2024 1° trim.	116,0	3,6	2,7	3,2	3,5	2,2	-0,6	-2,8	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8	
2° trim.	116,5	3,0	2,8	2,7	2,7	1,7	0,6	0,0	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4	
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,6	10,9	8,2	10,7	12,0	9,1
2024 apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	85,0	12,7	20,3	5,0	10,5	15,1	5,0
mag.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	12,0	14,0	10,0	12,2	13,4	10,8
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	9,8	10,3	9,2	11,2	12,1	10,1
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5

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
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 4° trim.	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 1° trim.	4,7	16,7	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2° trim.	6,1	13,8	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
3° trim.	6,4	12,5	12,3	1,9	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2024 apr.	5,6	14,1	13,9	2,4	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
mag.	6,5	13,8	13,3	3,4	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
giu.	6,1	13,5	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
lug.	6,7	14,4	12,3	1,9	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
ago.	6,2	12,4	12,4	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
set.	6,2	10,7	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea e S&P Global Market Intelligence.

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,1	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4
2022	105,8	4,7	3,9	7,2	5,0	4,0	2,9
2023	110,7	4,6	4,5	4,8	4,9	3,7	4,5
2023 3° trim.	107,2	4,9	5,0	4,6	5,4	3,9	4,7
4° trim.	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 1° trim.	108,2	5,0	5,2	4,6	4,8	5,7	4,8
2° trim.	119,4	4,7	4,5	5,2	4,6	4,9	3,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html).

3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2020 =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
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2021	99,6	-0,4	0,8	-3,2	5,0	-2,2	0,4	-1,3	5,3	-0,9	1,2	-0,4
2022	103,0	3,5	4,6	4,7	9,0	0,8	3,2	5,5	5,8	3,5	2,7	-5,9
2023	109,6	6,4	4,0	8,0	5,1	7,7	3,9	6,1	4,6	6,0	4,9	1,9
2023 3° trim.	110,1	6,7	5,0	8,9	4,3	8,5	4,3	5,3	3,5	6,1	5,4	2,9
4° trim.	111,7	6,0	5,0	8,6	4,4	6,7	2,7	6,8	4,7	4,2	4,5	3,2
2024 1° trim.	113,0	5,2	3,1	6,7	5,8	4,1	3,2	4,9	3,3	3,6	5,4	4,8
2° trim.	113,5	4,6	3,7	6,8	5,6	3,9	2,7	4,6	0,9	3,0	4,3	4,7
Redditi per occupato												
2021	104,3	4,3	2,6	4,8	5,2	5,4	5,8	3,6	6,7	4,7	2,5	3,3
2022	109,1	4,6	4,5	3,8	4,1	6,1	2,7	3,5	4,3	5,5	3,8	7,4
2023	114,8	5,3	5,6	5,4	4,8	5,9	5,1	5,2	3,9	6,1	4,5	5,4
2023 3° trim.	115,5	5,3	5,5	5,7	4,8	5,3	5,4	4,8	3,3	6,2	4,7	5,6
4° trim.	117,0	5,0	4,9	5,5	4,8	5,4	5,0	5,5	4,9	5,3	4,1	5,3
2024 1° trim.	118,4	4,8	3,4	4,7	4,4	3,9	4,6	4,9	4,5	5,0	5,3	6,4
2° trim.	118,9	4,3	3,7	4,5	3,6	4,6	3,8	5,1	3,9	4,6	4,0	4,5
Produttività del lavoro per occupato												
2021	104,7	4,7	1,8	8,3	0,2	7,7	5,4	5,0	1,4	5,6	1,3	3,7
2022	105,8	1,1	-0,1	-0,8	-4,5	5,3	-0,4	-1,8	-1,4	2,0	1,1	14,1
2023	104,8	-1,0	1,6	-2,4	-0,3	-1,7	1,2	-0,8	-0,6	0,1	-0,4	3,4
2023 3° trim.	104,8	-1,3	0,5	-2,9	0,4	-3,0	1,0	-0,4	-0,2	0,1	-0,7	2,7
4° trim.	104,7	-1,0	-0,1	-2,9	0,5	-1,2	2,3	-1,1	0,2	1,0	-0,3	2,0
2024 1° trim.	104,7	-0,4	0,3	-1,9	-1,3	-0,2	1,3	-0,1	1,1	1,4	-0,2	1,5
2° trim.	104,7	-0,3	0,0	-2,1	-1,8	0,7	1,1	0,4	3,0	1,6	-0,2	-0,2
Redditi per ora lavorata												
2021	100,3	0,3	0,2	0,2	-0,4	-0,7	2,9	1,7	2,1	0,2	1,0	-1,3
2022	103,8	3,5	5,6	4,2	4,3	1,6	3,3	3,8	3,1	4,3	4,9	4,0
2023	109,3	5,3	5,4	5,7	5,0	5,9	5,4	5,8	4,5	6,1	4,4	4,6
2023 3° trim.	109,4	5,0	5,1	5,8	4,7	5,3	5,5	5,1	4,4	6,0	4,1	4,2
4° trim.	110,9	4,7	4,9	5,4	4,7	5,1	4,5	5,8	4,2	4,8	3,8	5,1
2024 1° trim.	112,2	5,0	3,8	5,1	4,6	4,1	4,9	5,8	4,7	4,8	5,6	6,5
2° trim.	112,4	4,2	2,6	4,5	4,0	4,5	3,6	5,4	4,1	4,1	4,1	3,8
Produttività per ora lavorata												
2021	100,3	0,3	0,6	3,2	-5,7	1,3	2,3	2,7	-4,0	0,3	-0,5	-1,8
2022	100,2	0,0	0,4	-0,5	-4,6	1,2	-0,1	-1,6	-3,2	1,1	2,1	9,6
2023	99,4	-0,8	2,1	-2,1	0,1	-1,5	1,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,4	2,9
2023 3° trim.	99,1	-1,5	1,0	-2,8	0,3	-2,9	1,4	-0,3	-0,4	-0,1	-1,2	1,8
4° trim.	98,9	-1,0	0,4	-2,9	0,8	-1,3	2,0	-0,7	0,6	0,7	-0,6	2,2
2024 1° trim.	99,0	-0,2	1,6	-1,4	-1,0	-0,1	1,6	0,9	1,7	1,1	0,1	1,5
2° trim.	98,9	-0,2	0,5	-2,1	-1,4	0,9	0,9	0,8	2,9	1,1	-0,2	-0,6

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 apr.	3,91	3,85	3,89	3,84	3,70	5,32	0,08
mag.	3,91	3,82	3,81	3,79	3,68	5,31	0,08
giu.	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
lug.	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
ago.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
set.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro ¹⁾					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 apr.	3,74	3,35	3,00	2,58	2,64	-0,72	-0,57	-0,42	2,91	2,44	2,37	2,96
mag.	3,67	3,33	3,02	2,64	2,70	-0,63	-0,69	-0,47	2,95	2,52	2,45	3,03
giu.	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	2,91
lug.	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
ago.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
set.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024 apr.	511,2	4.981,4	1.049,5	325,4	160,1	132,7	232,6	960,6	1.086,7	361,3	281,0	757,2	5.112,5	38.750,5
mag.	519,5	5.022,6	1.031,6	318,8	165,9	131,8	239,2	987,8	1.105,0	382,4	286,9	779,5	5.235,2	38.557,9
giu.	510,0	4.952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1.159,0	377,0	288,9	772,9	5.415,1	38.858,9
lug.	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9
ago.	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3
set.	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		TAEG ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 set.	0,33	1,54	3,08	3,13	7,78	16,55	8,52	7,83	8,56	5,40	4,77	4,25	3,86	3,58	4,25	3,90
ott.	0,35	1,60	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,85	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,29	7,91	8,54	5,56	4,93	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
dic.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,79	7,55	7,71	8,43	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,33	3,98
2024 gen.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,93	7,99	8,02	8,73	5,38	4,88	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
feb.	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,89	7,66	7,94	8,63	5,31	4,86	4,01	3,64	3,49	4,11	3,85
mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,99	8,08	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,04	3,80
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,09	7,85	8,58	5,20	4,84	3,99	3,59	3,42	4,04	3,81
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	17,07	7,63	7,95	8,69	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,03	3,80
giu.	0,38	1,74	3,03	2,84	8,19	17,04	7,38	7,72	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
lug.	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,03	7,60	7,79	8,49	5,03	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
ago.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,17	17,02	7,91	7,75	8,55	5,01	4,70	3,87	3,61	3,36	3,99	3,72

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 set.	0,75	3,59	3,79	5,20	5,66	5,75	5,64	5,41	5,23	4,40	5,04	5,00	4,21	5,10
ott.	0,80	3,70	3,80	5,31	5,73	5,89	5,73	5,51	5,29	4,52	5,23	5,08	4,53	5,28
nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,77	5,93	5,79	5,51	5,30	4,55	5,12	5,18	4,40	5,25
dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,74	5,68	5,43	5,11	4,52	5,26	5,09	4,37	5,24
2024 gen.	0,89	3,69	3,37	5,38	5,38	5,71	5,65	5,46	5,24	4,43	5,15	5,00	4,21	5,19
feb.	0,89	3,63	3,50	5,37	5,52	5,75	5,60	5,48	5,14	4,38	5,10	4,84	4,00	5,16
mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,72	5,53	5,43	5,18	4,34	5,18	5,17	4,16	5,20
apr.	0,91	3,66	3,34	5,37	5,30	5,63	5,63	5,36	5,10	4,31	5,19	5,00	4,15	5,19
mag.	0,91	3,64	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,39	5,08	4,29	4,99	4,95	4,18	5,12
giu.	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,70	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
lug.	0,87	3,48	3,28	5,20	5,13	5,45	5,51	5,27	4,93	4,18	5,08	5,00	4,13	5,07
ago.	0,87	3,42	3,04	5,18	5,13	5,40	5,47	5,17	4,84	4,10	5,03	4,77	4,06	5,01

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2021	1.413,7	431,0	128,4	52,5	89,6	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.382,2	477,9	142,8	52,0	94,5	667,0	621,7	480,4	182,5	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1.553,8	613,2	152,6	63,8	86,2	701,8	659,1	502,7	212,8	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8
2024 apr.	1.541,9	581,8	170,3	63,0	91,8	697,9	648,1	455,7	171,0	101,5	38,7	49,1	134,0	106,2
mag.	1.514,3	559,9	166,5	57,3	94,0	693,9	639,8	451,0	171,8	104,5	39,6	41,7	132,9	101,9
giu.	1.530,2	565,7	163,0	57,0	89,7	711,8	658,2	425,9	161,6	93,8	40,0	39,8	130,7	94,2
lug.	1.544,2	562,9	175,7	58,3	95,2	710,4	651,1	493,2	181,2	120,6	45,6	49,1	142,3	114,7
ago.	1.553,8	561,5	174,5	54,1	95,1	722,6	659,5	446,0	190,9	101,6	40,5	30,6	123,0	101,3
set.	1.532,3	586,6	164,1	51,9	77,8	703,9	643,8	455,8	195,0	87,1	37,5	31,6	142,1	114,5
A lungo termine														
2021	19.913,8	4.166,9	3.365,9	1.377,3	1.617,3	10.763,7	9.942,7	316,8	68,6	83,4	34,1	23,2	141,5	128,0
2022	17.865,4	3.953,8	3.227,2	1.372,6	1.413,9	9.270,6	8.558,6	296,2	77,6	71,3	29,8	16,9	130,4	120,9
2023	19.513,9	4.493,2	3.394,8	1.380,6	1.524,9	10.100,9	9.361,2	326,5	94,7	72,5	28,3	21,2	138,2	129,7
2024 apr.	19.778,2	4.651,0	3.489,9	1.376,3	1.532,6	10.104,7	9.355,0	347,1	100,4	69,3	13,0	33,8	143,5	137,7
mag.	19.823,6	4.664,4	3.522,4	1.375,1	1.545,6	10.091,2	9.341,0	400,9	76,8	107,6	21,3	35,1	181,5	163,3
giu.	19.955,2	4.664,8	3.549,2	1.387,5	1.560,8	10.180,2	9.425,6	319,3	70,8	80,4	28,6	28,8	139,2	130,8
lug.	20.195,9	4.709,4	3.571,4	1.374,3	1.563,3	10.351,8	9.588,2	318,0	84,0	96,8	17,8	16,0	121,2	116,9
ago.	20.291,3	4.727,6	3.572,6	1.367,0	1.565,9	10.425,1	9.657,4	214,4	48,0	53,6	12,3	11,0	101,7	97,0
set.	20.610,1	4.798,4	3.612,3	1.370,8	1.599,4	10.599,9	9.824,0	382,6	100,3	90,5	24,7	39,3	152,4	145,2

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale				
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
2021	21.327,5	4.597,9	3.494,4	1.429,8	1.706,9	11.528,4	10.617,5	10.357,6	600,3	1.484,9	8.271,4
2022	19.247,6	4.431,7	3.370,0	1.424,6	1.508,4	9.937,6	9.180,3	8.701,9	525,2	1.286,3	6.889,8
2023	21.067,6	5.106,3	3.547,4	1.444,4	1.611,2	10.802,7	10.020,3	9.675,2	621,8	1.411,3	7.641,6
2024 apr.	21.320,1	5.232,9	3.660,2	1.439,3	1.624,4	10.802,6	10.003,1	10.232,1	729,5	1.532,7	7.969,5
mag.	21.337,8	5.224,3	3.688,9	1.432,4	1.639,6	10.785,1	9.980,9	10.365,6	750,6	1.560,1	8.054,5
giu.	21.485,3	5.230,5	3.712,3	1.444,5	1.650,5	10.892,0	10.083,7	10.057,0	697,9	1.506,2	7.852,4
lug.	21.740,1	5.272,3	3.747,1	1.432,6	1.658,5	11.062,2	10.239,4	10.112,7	734,9	1.524,8	7.852,5
ago.	21.845,0	5.289,1	3.747,1	1.421,1	1.661,1	11.147,7	10.316,9	10.247,1	734,9	1.548,6	7.963,1
set.	22.142,3	5.385,0	3.776,4	1.422,7	1.677,2	11.303,8	10.467,8	10.413,8	748,7	1.562,9	8.101,8
Tasso di crescita ¹⁾											
2024 feb.	5,8	10,6	4,7	2,6	2,1	4,5	4,9	-1,5	-3,0	0,6	-1,7
mar.	5,9	11,4	4,9	2,9	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,0	0,9	-1,6
apr.	5,7	10,2	4,5	1,1	2,9	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6
mag.	5,4	8,7	3,8	-2,1	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3
giu.	4,7	7,2	3,5	-2,7	3,2	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3
lug.	4,3	5,4	3,9	-3,5	2,3	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,8	0,0
ago.	4,5	5,2	4,1	-3,5	2,9	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,8	0,0
set.	4,5	6,3	4,0	-3,5	2,5	4,2	4,1	-0,2	-2,1	-0,6	0,1

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,7	89,0	68,1	87,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,2	83,0	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,6	65,1	86,7	121,8	94,7
2023 4° trim.	98,3	94,2	98,4	89,3	65,2	87,5	123,0	95,1
2024 1° trim.	98,4	94,4	98,4	89,6	65,8	87,8	123,7	95,2
2° trim.	98,7	94,6	98,5	89,4	65,3	87,7	124,1	95,2
3° trim.	99,0	95,0	98,9	.	.	.	125,1	95,6
2024 apr.	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,2
mag.	98,9	94,8	98,6	-	-	-	124,4	95,3
giu.	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0
lug.	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5
ago.	99,0	95,0	99,0	-	-	-	125,2	95,7
set.	98,8	94,8	99,0	-	-	-	125,2	95,6
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2024 set.	-0,2	-0,3	0,0	-	-	-	0,0	-0,1
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2024 set.	0,3	0,1	0,1	-	-	-	1,8	0,1

Fonte: BCE.

1) Per la definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. la sezione "Methodology" del Portale dati della BCE.

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 4° trim.	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2024 1° trim.	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
2° trim.	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
3° trim.	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
2024 apr.	7,766	.	25,278	7,460	392,411	165,030	4,303	0,857	4,9730	11,591	0,976	1,073
mag.	7,821	.	24,818	7,461	387,183	168,536	4,280	0,856	4,9754	11,619	0,983	1,081
giu.	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
lug.	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
ago.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
set.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2024 set.	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	-1,2	-0,4	-1,3	0,0	-0,9	-0,4	0,9
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2024 set.	0,8	.	2,9	0,0	2,2	0,8	-7,0	-2,5	0,2	-4,1	-1,9	4,0

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo estero
	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>												
2023 3° trim.	32.466,9	31.989,4	477,6	12.501,5	10.279,5	12.034,1	13.942,1	-21,3	6.839,1	7.767,8	1.113,6	16.437,1
4° trim.	32.517,9	31.962,8	555,1	12.169,4	9.931,2	12.483,1	14.515,4	-9,1	6.726,6	7.516,1	1.147,8	16.156,2
2024 1° trim.	33.809,1	33.053,6	755,4	12.421,8	10.017,0	13.153,5	15.254,1	-6,1	7.024,8	7.782,6	1.215,1	16.598,4
2° trim.	34.349,2	33.170,4	1.178,8	12.409,6	9.894,1	13.582,5	15.549,1	-3,2	7.092,6	7.727,1	1.267,6	16.520,4
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2024 2° trim.	232,5	224,5	8,0	84,0	67,0	91,9	105,3	0,0	48,0	52,3	8,6	111,8
<i>Transazioni</i>												
2023 3° trim.	149,3	63,6	85,7	6,2	21,8	121,2	138,8	-0,7	24,7	-96,9	-2,1	-
4° trim.	-324,6	-441,7	117,1	-324,1	-301,1	46,9	90,6	21,9	-75,8	-231,2	6,4	-
2024 1° trim.	579,4	465,8	113,6	142,9	52,2	169,2	189,3	13,0	253,1	224,4	1,2	-
2° trim.	166,7	32,9	133,8	-49,3	-116,2	182,1	261,3	12,2	17,9	-112,1	3,7	-
2024 feb.	209,0	187,9	21,1	52,6	-3,2	53,3	69,2	11,6	90,6	121,9	0,9	-
mar.	182,8	107,2	75,6	81,0	42,7	48,6	31,5	-12,0	65,7	33,0	-0,5	-
apr.	71,5	49,9	21,5	-2,9	-29,0	28,5	42,6	12,7	32,2	36,3	0,8	-
mag.	101,2	80,3	20,9	-31,2	-39,4	77,1	75,2	-1,5	55,3	44,6	1,6	-
giu.	-6,0	-97,3	91,3	-15,2	-47,8	76,4	143,5	1,0	-69,6	-193,0	1,3	-
lug.	120,8	66,2	54,6	19,6	-1,0	54,5	32,6	-2,7	52,6	34,6	-3,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2024 lug.	552,6	81,4	471,2	-194,1	-370,8	513,9	706,7	51,5	175,8	-254,5	5,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2024 lug.	3,7	0,6	3,2	-1,3	-2,5	3,5	4,8	0,3	1,2	-1,7	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2021	1.469,3	9.822,6	11.291,8	918,8	2.504,9	3.423,7	14.715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15.503,7	
2022	1.539,5	9.763,0	11.302,6	1.382,1	2.563,9	3.946,1	15.248,7	124,2	646,1	49,5	819,7	16.068,4	
2023	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0	
2023 3° trim.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,1	131,0	714,4	75,7	921,1	15.994,2	
4° trim.	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0	
2024 1° trim.	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5	
2° trim. ^(p)	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	815,8	58,4	1.080,9	16.382,3	
2024 mar.	1.522,8	8.735,8	10.258,6	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.137,1	192,7	787,1	72,5	1.052,3	16.189,5	
apr.	1.531,8	8.722,6	10.254,4	2.460,1	2.431,5	4.891,6	15.146,0	205,1	797,2	73,1	1.075,4	16.221,4	
mag.	1.529,0	8.725,9	10.254,9	2.505,8	2.430,8	4.936,6	15.191,5	205,2	791,0	67,1	1.063,3	16.254,8	
giu.	1.533,6	8.809,0	10.342,6	2.530,1	2.428,7	4.958,8	15.301,3	206,7	815,8	58,4	1.080,9	16.382,3	
lug.	1.536,7	8.748,4	10.285,1	2.528,8	2.423,8	4.952,6	15.237,7	225,1	823,2	60,0	1.108,3	16.346,0	
ago. ^(p)	1.538,9	8.800,2	10.339,0	2.542,5	2.429,4	4.971,9	15.310,9	240,6	833,3	50,3	1.124,2	16.435,2	
Transazioni													
2021	106,6	908,1	1.014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1.005,1	
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2	
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,3	158,0	24,1	
2023 3° trim.	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,7	
4° trim.	0,3	-129,5	-129,2	228,9	-6,8	222,1	92,9	35,0	26,0	-6,2	54,8	147,7	
2024 1° trim.	-12,6	-104,1	-116,6	135,8	-27,0	108,9	-7,8	8,3	47,4	7,6	63,3	55,5	
2° trim. ^(p)	10,7	72,4	83,2	58,3	-2,3	56,0	139,1	13,6	25,7	-13,8	25,5	164,7	
2024 mar.	-10,2	24,0	13,8	23,5	-2,7	20,8	34,6	14,2	17,9	1,6	33,7	68,3	
apr.	9,0	-14,8	-5,8	10,8	0,5	11,3	5,5	12,2	9,9	1,6	23,7	29,2	
mag.	-2,8	6,4	3,6	35,8	-0,6	35,2	38,8	0,3	-7,6	-5,1	-12,4	26,4	
giu.	4,5	80,8	85,4	11,7	-2,2	9,5	94,9	1,1	23,5	-10,3	14,2	109,1	
lug.	3,1	-58,6	-55,5	-0,6	-4,9	-5,6	-61,1	18,6	6,0	0,9	25,5	-35,5	
ago. ^(p)	2,2	25,1	27,4	16,6	5,7	22,3	49,6	16,3	8,9	-8,6	16,6	66,2	
Variazioni percentuali													
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9	
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	458,1	11,1	3,8	
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2023 3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	65,0	19,9	-1,2	
4° trim.	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,7	19,3	0,2	
2024 1° trim.	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	18,1	-16,9	20,7	0,9	
2° trim. ^(p)	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3	
2024 mar.	-1,2	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	18,1	-16,9	20,7	0,9	
apr.	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-9,9	22,7	1,3	
mag.	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,8	14,7	0,6	64,6	14,4	-20,8	17,6	1,5	
giu.	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,5	12,8	1,3	62,1	16,9	-28,8	18,8	2,3	
lug.	0,2	-3,6	-3,1	30,6	-3,3	11,4	1,2	65,6	18,0	-22,8	21,4	2,3	
ago. ^(p)	0,4	-2,5	-2,1	26,5	-2,2	10,6	1,7	77,6	18,4	-37,5	22,0	2,9	

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.2 Depositi di M3¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.088,0	5.380,9	374,1	2.332,3	0,7	1.272,7	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	135,0	6,4	8.373,4	5.536,6	444,9	2.391,1	0,9	1.302,3	236,3	560,8
2023	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2023 3° trim.	3.322,7	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.350,5	5.205,0	847,5	2.297,1	0,8	1.217,0	212,6	565,7
4° trim.	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 1° trim.	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
2° trim. ^(p)	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
2024 mar.	3.322,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,1	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
apr.	3.346,3	2.384,2	824,6	126,8	10,7	8.487,9	5.058,9	1.160,6	2.267,4	1,0	1.248,8	209,9	526,4
mag.	3.371,8	2.389,1	847,0	127,0	8,7	8.496,2	5.047,0	1.180,4	2.267,7	1,0	1.262,2	214,8	522,8
giu.	3.394,9	2.421,6	836,8	127,5	9,1	8.530,0	5.063,6	1.198,4	2.266,7	1,3	1.286,0	226,0	537,5
lug.	3.365,2	2.399,8	828,6	127,0	9,9	8.542,8	5.056,8	1.222,0	2.263,1	0,9	1.269,1	211,0	538,0
ago. ^(p)	3.368,3	2.399,9	831,3	126,4	10,7	8.579,6	5.086,4	1.223,2	2.269,1	1,0	1.306,8	214,9	543,0
Transazioni													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 3° trim.	-13,7	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,2	-110,6	149,3	-52,9	0,0	30,2	-17,3	0,6
4° trim.	21,2	-8,7	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 1° trim.	-4,0	-46,0	45,7	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,2	-8,0	1,3
2° trim. ^(p)	59,9	41,6	20,1	0,0	-1,8	69,3	7,2	62,1	-0,2	0,2	21,2	-1,5	-6,8
2024 mar.	16,0	12,9	4,1	-0,3	-0,7	7,7	-9,4	21,9	-4,9	0,1	29,9	3,9	1,5
apr.	13,2	3,7	10,3	-0,7	-0,2	27,5	2,6	24,6	0,4	-0,1	3,2	-17,6	-17,7
mag.	28,1	6,4	23,3	0,2	-1,9	8,9	-11,5	20,0	0,3	0,0	3,6	5,1	-3,7
giu.	18,6	31,4	-13,6	0,5	0,3	32,8	16,1	17,5	-1,0	0,2	14,4	11,0	14,6
lug.	-28,3	-20,8	-7,8	-0,6	0,9	13,2	-6,7	23,8	-3,6	-0,3	-16,0	-14,9	0,4
ago. ^(p)	6,8	2,3	4,1	-0,6	0,9	6,1	-1,8	1,7	6,1	0,1	41,5	4,3	5,0
Variazioni percentuali													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 3° trim.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
4° trim.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 1° trim.	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2° trim. ^(p)	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
2024 mar.	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
apr.	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	2,0	-8,6	-6,8
mag.	1,9	-5,4	31,8	-3,1	-11,9	1,6	-5,7	81,1	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-6,9
giu.	1,9	-3,2	21,3	-2,8	-9,2	2,0	-4,7	71,3	-3,5	47,9	6,4	-1,7	-5,1
lug.	1,7	-2,7	17,9	-3,0	2,2	2,1	-4,1	62,3	-3,2	10,2	5,1	-2,9	-5,0
ago. ^(p)	1,8	-1,9	15,4	-3,8	11,3	2,3	-3,4	51,8	-2,0	16,4	10,7	-1,2	-3,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito		
					Totale	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Totale	Prestiti corretti ²⁾	7	8						9	10		11	12
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2021	6.531,5	994,3	5.535,4	14.805,5	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.576,9	888,1
2022	6.362,0	1.004,7	5.332,2	15.390,5	12.990,1	13.177,9	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,4	836,0
2023	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2023 3° trim.	6.212,5	989,2	5.198,3	15.435,5	12.984,0	13.192,8	5.114,7	6.635,7	1.096,5	137,2	1.576,9	874,6
4° trim.	6.316,9	994,7	5.296,9	15.493,9	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,2	897,7
2024 1° trim.	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
2° trim.	6.194,3	978,8	5.189,7	15.572,7	13.101,9	13.341,0	5.128,6	6.644,0	1.199,1	130,1	1.554,1	916,7
2024 mar.	6.218,1	976,8	5.215,7	15.547,5	13.044,7	13.275,8	5.115,6	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,4	931,4
apr.	6.210,8	972,8	5.212,4	15.534,2	13.058,4	13.292,5	5.111,5	6.642,2	1.167,6	137,0	1.556,0	919,8
mag.	6.177,7	972,8	5.179,2	15.530,7	13.066,5	13.299,9	5.115,9	6.641,0	1.179,7	129,9	1.542,2	922,1
giu.	6.194,3	978,8	5.189,7	15.572,7	13.101,9	13.341,0	5.128,6	6.644,0	1.199,1	130,1	1.554,1	916,7
lug.	6.216,8	972,1	5.219,0	15.600,3	13.129,2	13.361,6	5.123,9	6.643,1	1.230,4	131,8	1.546,1	924,9
ago.	6.234,9	977,3	5.231,9	15.619,0	13.138,1	13.370,6	5.129,4	6.654,1	1.221,5	133,1	1.556,9	923,9
Transazioni												
2021	663,1	-0,9	673,6	562,7	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	77,7	9,2
2022	175,9	9,6	165,0	636,0	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,3
2023	-159,5	-16,8	-142,9	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 3° trim.	-18,1	1,6	-19,4	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
4° trim.	6,8	7,8	-1,3	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 1° trim.	-75,6	-16,4	-59,4	60,7	24,8	37,4	-5,5	-0,8	30,4	0,8	12,2	23,7
2° trim.	-3,0	2,4	-5,7	18,6	40,9	52,1	15,2	2,5	33,0	-9,8	-16,3	-6,1
2024 mar.	-9,3	-5,6	-3,7	17,2	20,0	15,9	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
apr.	14,6	-3,3	17,9	-7,4	13,4	16,8	-4,3	-1,2	21,6	-2,8	-14,7	-6,1
mag.	-29,0	-0,1	-28,9	-9,0	2,3	2,3	6,9	-1,0	3,5	-7,1	-13,3	2,0
giu.	11,3	5,9	5,3	34,9	25,2	32,9	12,7	4,6	7,8	0,1	11,6	-2,0
lug.	-12,9	-6,5	-6,2	26,9	32,4	25,8	-2,0	-0,1	32,7	1,7	-10,2	4,8
ago.	14,3	5,2	9,2	25,8	16,3	16,4	9,5	12,1	-6,6	1,3	12,2	-2,7
Variazioni percentuali												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,1	1,0
2022	2,7	1,0	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 3° trim.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,2	-13,9	1,6	5,0
4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 1° trim.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
2° trim.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
2024 mar.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
apr.	-1,9	-0,7	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,2	-0,2	8,7	-4,5	-0,6	5,7
mag.	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,5	5,2
giu.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,7	-8,6	-1,6	4,6
lug.	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,1	4,3
ago.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,4	1,6	0,4	0,5	10,8	1,5	-1,4	4,0

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) Inclusive le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.4 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	Totale	Prestiti corretti ⁴⁾				Totale	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2021	4.864,8	4.995,5	885,0	1.005,2	2.974,6	6.372,6	6.637,5	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.129,8	5.130,8	962,6	1.077,6	3.089,6	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,6	700,2
2023	5.126,7	5.143,4	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2023 3° trim.	5.114,7	5.123,3	911,5	1.085,4	3.117,8	6.635,7	6.867,1	731,6	5.212,7	691,3
4° trim.	5.126,7	5.143,4	910,2	1.091,1	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 1° trim.	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
2° trim.	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
2024 mar.	5.115,6	5.132,7	888,0	1.088,5	3.139,1	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
apr.	5.111,5	5.127,4	877,3	1.087,4	3.146,8	6.642,2	6.876,2	741,4	5.223,9	676,9
mag.	5.115,9	5.128,9	886,8	1.086,4	3.142,7	6.641,0	6.877,9	742,0	5.222,2	676,7
giu.	5.128,6	5.146,7	901,5	1.087,5	3.139,7	6.644,0	6.879,8	740,4	5.226,1	677,5
lug.	5.123,9	5.140,1	899,9	1.086,0	3.138,0	6.643,1	6.882,8	741,3	5.228,6	673,3
ago.	5.129,4	5.132,9	901,5	1.085,3	3.142,6	6.654,1	6.891,0	744,1	5.238,0	672,0
Transazioni										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,4	309,2	77,9	77,5	114,1	241,9	250,3	23,3	217,7	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,6	10,3	27,8	7,8	25,7	18,9	10,0	-21,1
2023 3° trim.	-8,6	-10,3	-10,8	-3,3	5,6	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
4° trim.	10,0	30,3	4,1	5,2	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 1° trim.	-5,5	-3,3	-20,1	-1,4	16,0	-0,8	9,8	9,4	-5,3	-5,0
2° trim.	15,2	17,7	17,4	-1,8	-0,4	2,5	10,3	0,2	4,0	-1,7
2024 mar.	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,8
apr.	-4,3	-5,1	-7,0	-2,7	5,3	-1,2	3,3	-0,2	1,4	-2,3
mag.	6,9	3,7	10,4	-0,4	-3,2	-1,0	3,0	1,1	-1,4	-0,6
giu.	12,7	19,1	14,0	1,2	-2,5	4,6	4,0	-0,6	4,0	1,2
lug.	-2,0	-3,9	-0,6	-1,2	-0,3	-0,1	3,8	1,8	2,0	-3,9
ago.	9,5	-3,7	3,3	0,4	5,7	12,1	9,0	3,2	9,7	-0,9
Variazioni percentuali										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 3° trim.	-0,4	0,2	-8,8	2,2	1,4	0,3	0,8	2,8	0,3	-2,5
4° trim.	-0,1	0,5	-4,5	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 1° trim.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2° trim.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
2024 mar.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
apr.	-0,2	0,2	-3,7	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
mag.	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9
giu.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,8	0,4	-2,6
lug.	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
ago.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

4) 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.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2021	736,1	6.884,3	1.838,9	37,1	1.999,0	3.009,3	1.376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6.744,4	1.783,1	45,9	2.110,6	2.804,8	1.333,6	375,4	137,2	147,2
2023	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2023 3° trim.	455,9	7.123,0	1.824,6	72,9	2.355,9	2.869,6	1.633,6	291,6	153,8	163,3
4° trim.	461,3	7.319,8	1.826,4	90,5	2.416,6	2.986,2	1.859,3	246,0	155,0	152,6
2024 1° trim.	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
2° trim. ^(p)	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	332,3	182,6	176,5
2024 mar.	399,4	7.454,3	1.828,5	105,2	2.496,5	3.024,1	2.044,8	232,8	178,0	174,2
apr.	438,2	7.490,3	1.826,4	107,9	2.524,7	3.031,3	2.174,0	231,0	163,6	177,4
mag.	445,1	7.490,7	1.824,7	109,0	2.520,9	3.036,1	2.233,6	248,5	159,1	165,0
giu.	413,7	7.534,2	1.830,7	109,8	2.528,9	3.064,9	2.230,8	332,3	182,6	176,5
lug.	394,0	7.578,6	1.821,7	111,0	2.526,7	3.119,3	2.339,6	161,9	166,9	154,9
ago. ^(p)	426,3	7.604,8	1.820,9	111,0	2.535,9	3.136,9	2.392,4	220,0	193,2	170,7
Transazioni										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	46,8	-89,0	-4,4	0,5	139,8	-68,3	-190,1	10,4	18,0
2023	-193,6	323,1	24,7	40,1	231,1	27,1	459,2	-201,8	19,7	9,0
2023 3° trim.	-29,1	91,4	16,9	11,4	44,5	18,7	130,5	-64,9	-13,3	-6,0
4° trim.	5,4	62,5	-11,3	17,6	65,7	-9,4	176,2	-6,5	1,2	-10,7
2024 1° trim.	-61,5	117,0	4,9	14,7	93,7	3,7	132,7	-6,9	25,6	21,5
2° trim. ^(p)	14,9	54,9	2,1	4,6	27,2	21,0	142,9	76,0	4,6	2,3
2024 mar.	-39,2	34,3	0,4	3,5	42,0	-11,7	39,1	16,4	12,5	0,8
apr.	39,5	16,6	-2,1	2,6	22,4	-6,3	102,1	-24,0	-14,4	3,2
mag.	6,8	11,4	-1,1	1,2	3,2	8,1	61,6	21,1	-4,5	-12,4
giu.	-31,5	26,8	5,2	0,8	1,6	19,2	-20,8	78,9	23,5	11,4
lug.	-19,7	0,9	-8,3	1,2	5,3	2,7	74,9	-143,4	-15,7	-21,6
ago. ^(p)	32,3	21,8	0,5	0,0	20,7	0,6	44,4	35,8	26,4	15,8
Variazioni percentuali										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,7	-4,8	-13,0	-0,1	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2023 3° trim.	-30,2	4,7	1,4	48,8	10,5	1,9	-	-	5,6	14,2
4° trim.	-29,7	4,7	1,4	80,2	10,8	0,9	-	-	14,3	6,0
2024 1° trim.	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
2° trim. ^(p)	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
2024 mar.	-30,3	5,2	1,3	89,9	12,0	0,8	-	-	20,3	7,1
apr.	-23,2	5,0	0,4	89,7	12,6	0,4	-	-	9,6	11,8
mag.	-10,4	4,7	0,6	85,0	11,2	0,5	-	-	-6,1	-8,6
giu.	-14,5	4,6	0,7	78,4	10,1	1,1	-	-	11,1	4,3
lug.	-14,9	4,2	0,2	72,1	9,3	1,1	-	-	11,3	1,0
ago. ^(p)	-2,8	4,1	0,2	63,2	9,5	0,8	-	-	19,5	7,6

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:
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	Disavanzo (-)/avanzo (+) primario
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-2,0
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 2° trim.	-4,0	.	.	.	.	-2,3
3° trim.	-3,9	.	.	.	.	-2,1
4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 1° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,5	46,0	12,8	12,7	15,5	0,5	53,5	48,8	10,7	6,0	1,5	25,3	4,7
2021	47,1	46,3	13,1	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,2	9,9	5,9	1,7	22,7	5,3
2023	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2023 2° trim.	46,3	45,6	13,3	12,7	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	5,9	1,7	22,6	5,4
3° trim.	46,3	45,5	13,3	12,6	14,7	0,8	50,1	44,7	9,8	5,9	1,8	22,5	5,4
4° trim.	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	50,0	44,5	9,8	5,9	1,8	22,6	5,4
2024 1° trim.	46,4	45,6	13,3	12,5	14,7	0,8	49,9	44,6	9,9	6,0	1,8	22,7	5,3

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		
	1	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
					Totale	IFM								
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97,0	3,2	14,5	79,4	54,2	39,0	42,8	11,1	85,9	18,7	30,9	47,4	95,4	1,7
2021	94,6	2,9	13,8	77,8	54,8	41,2	39,8	9,8	84,7	17,3	30,2	47,1	93,1	1,4
2022	90,5	2,7	13,2	74,6	52,9	40,1	37,6	8,7	81,7	16,2	28,7	45,6	89,5	1,0
2023	88,2	2,4	12,2	73,6	49,7	36,5	38,5	8,0	80,3	15,4	28,3	44,6	87,4	0,8
2023 2° trim.	89,7	2,5	12,4	74,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	89,2	2,5	12,1	74,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	88,2	2,4	12,2	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	88,7	2,3	12,0	74,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	13,0	5,5	2,2	2,5	2,1	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,1	5,3	9,5
2021	-2,5	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-4,1	2,0	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,7	-5,7	2,7
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	-3,7	2,7
2023 2° trim.	-3,4	2,3	-0,9	-1,1	-1,5	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,5	-4,7	2,3
3° trim.	-2,5	2,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,2	2,8
4° trim.	-2,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,7
2024 1° trim.	-1,4	1,7	-0,4	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,7	2,7

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	13,9	12,6	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,0	11,6	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 3° trim.	12,9	11,6	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
4° trim.	13,0	11,6	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 1° trim.	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
2° trim.	13,1	11,7	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
2024 mar.	12,9	11,5	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
apr.	12,9	11,5	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
mag.	12,8	11,4	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
giu.	13,1	11,7	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
lug.	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8
ago.	13,1	11,7	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,6	3,7	2,8

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	Croazia 8	Italia 9	Cipro 10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-9,0	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 2° trim.	-3,8	-3,3	-1,8	1,8	-2,7	-4,6	-5,1	-0,5	-8,3	3,0
3° trim.	-3,9	-3,1	-2,3	1,4	-1,4	-4,5	-5,4	-0,3	-7,7	3,1
4° trim.	-4,4	-2,4	-3,5	1,5	-1,6	-3,6	-5,5	-0,8	-7,4	3,1
2024 1° trim.	-4,8	-2,5	-3,5	1,5	-0,5	-3,8	-5,6	-0,8	-6,7	3,8
Debito pubblico										
2020	111,9	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,9	86,1	155,0	114,9
2021	107,9	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	113,0	77,5	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,7	111,6	111,9	67,8	140,5	85,6
2023	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
2023 2° trim.	105,6	64,6	18,5	42,4	167,2	111,2	111,2	65,9	140,1	84,9
3° trim.	107,6	64,6	18,2	43,0	165,6	109,8	111,3	64,0	137,9	79,0
4° trim.	105,2	63,6	19,6	43,3	161,9	107,7	109,9	63,1	137,3	77,3
2024 1° trim.	108,2	63,4	23,6	42,5	159,8	108,9	110,8	63,3	137,7	76,1
	Lettonia 11	Lituania 12	Lussemburgo 13	Malta 14	Paesi Bassi 15	Austria 16	Portogallo 17	Slovenia 18	Slovacchia 19	Finlandia 20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-4,4	-6,5	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,3	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,5	-7,6	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,6	-0,3	-5,5	-0,1	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,4
2023	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
2023 2° trim.	-3,0	-1,1	-1,1	-4,3	-0,7	-3,3	0,0	-2,8	-2,8	-1,4
3° trim.	-3,3	-0,9	-1,2	-3,7	-0,6	-3,1	0,4	-2,8	-3,4	-2,1
4° trim.	-2,2	-0,8	-1,2	-4,9	-0,4	-2,6	1,2	-2,5	-4,9	-2,9
2024 1° trim.	-1,9	-0,6	-0,9	-3,9	-0,3	-2,9	0,9	-2,2	-5,0	-3,4
Debito pubblico										
2020	42,7	46,2	24,6	52,2	54,7	82,9	134,9	79,6	58,8	74,7
2021	44,4	43,4	24,5	53,9	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,6
2022	41,8	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,5	57,7	73,5
2023	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8
2023 2° trim.	40,1	38,1	28,3	49,8	45,4	78,4	110,1	70,7	59,5	74,5
3° trim.	42,0	37,4	25,8	49,5	44,4	78,1	107,6	71,8	58,4	74,3
4° trim.	43,6	38,3	25,7	50,3	45,1	77,6	99,1	69,2	56,0	76,6
2024 1° trim.	44,5	40,1	27,2	50,4	43,9	79,7	100,4	70,7	60,7	77,5

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 16 ottobre 2024.

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-24-007-IT-N (online)