



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 2 / 2024



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	15
3 Prezzi e costi	23
4 Andamenti del mercato finanziario	30
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6 Andamenti della finanza pubblica	43
Riquadri	46
1 La speculazione sui prezzi del petrolio e del gas in tempi di rischi geopolitici	46
2 L'impatto dei fattori geopolitici sugli scambi commerciali	53
3 L'adeguamento dei comportamenti di spesa e di risparmio delle famiglie a fronte dell'inflazione elevata	59
4 Determinanti dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro negli ultimi due anni	66
5 Un aggiornamento sull'accuratezza delle recenti proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'inflazione a breve termine	73
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 1° novembre 2023 al 30 gennaio 2024	81
7 L'euro, una valuta globale: i pagamenti come punto di osservazione	88
8 Piano della BCE per il clima e la natura 2024-2025	92
Articoli	97
1 L'impatto dei recenti shock e dei cambiamenti strutturali in atto sulla crescita della produttività nell'area dell'euro	97
2 Esiste un divario digitale nei pagamenti? Comprendere le ragioni per cui il contante continua a essere importante per molte persone	120

Riquadro 1 Soggetti non bancarizzati al di fuori dell'area dell'euro:
le abitudini relative alla proprietà di strumenti di pagamento
digitale sono diverse all'estero?

131

Statistiche

S1

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 7 marzo 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Dalla riunione del 25 gennaio scorso l'inflazione è diminuita ulteriormente. Nelle proiezioni macroeconomiche di marzo 2024 elaborate per l'area dell'euro dagli esperti della BCE l'inflazione è stata rivista al ribasso, in particolare per il 2024, principalmente per effetto del minore contributo dei prezzi dell'energia. Gli esperti ora indicano che si collocherebbe in media al 2,3 per cento nel 2024, al 2,0 nel 2025 e all'1,9 nel 2026. Anche l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è stata corretta al ribasso, collocandosi in media al 2,6 per cento nel 2024, al 2,1 nel 2025 e al 2,0 nel 2026. Nonostante l'ulteriore allentamento di gran parte delle misure dell'inflazione di fondo, le pressioni interne sui prezzi rimangono elevate, in parte in ragione della forte crescita salariale. Le condizioni di finanziamento sono restrittive e i passati incrementi dei tassi di interesse continuano a incidere sulla domanda, contribuendo al calo dell'inflazione. Gli esperti della BCE hanno rivisto al ribasso la proiezione relativa alla crescita per il 2024, allo 0,6 per cento. L'attività economica dovrebbe rimanere moderata nel breve periodo, per poi salire all'1,5 per cento nel 2025 e all'1,6 nel 2026, sostenuta inizialmente dai consumi e in seguito anche dagli investimenti.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Sulla base della valutazione corrente, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento di tale obiettivo. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di riferimento siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario.

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse si baseranno sui risultati della 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.

Attività economica

L'economia rimane debole. I consumatori hanno continuato a contenere la spesa, gli investimenti hanno registrato una moderazione e le esportazioni delle imprese sono diminuite, per effetto di un rallentamento della domanda estera e di alcune perdite di competitività. Tuttavia, le indagini congiunturali indicano una ripresa

graduale nel corso di quest'anno. Il calo dell'inflazione e il perdurante incremento dei salari porteranno a un recupero dei redditi reali, che sosterrà quindi la crescita. In aggiunta, l'effetto frenante dei passati rialzi dei tassi di interesse si esaurirà gradualmente e la domanda di esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe aumentare.

Il tasso di disoccupazione è al livello più basso dall'introduzione dell'euro. L'occupazione è salita dello 0,3 per cento nell'ultimo trimestre del 2023, superando nuovamente il ritmo di crescita dell'attività economica. Di conseguenza, il prodotto per occupato è diminuito ulteriormente. Allo stesso tempo, i datori di lavoro pubblicano meno offerte di posti vacanti e meno imprese segnalano vincoli alla produzione dovuti alla carenza di manodopera.

Secondo le proiezioni di marzo 2024, la crescita economica dovrebbe segnare una graduale ripresa nel corso dell'anno per effetto dell'aumento del reddito disponibile reale, a fronte dell'inflazione in calo e di una robusta dinamica salariale, e con il miglioramento delle ragioni di scambio. In un contesto in cui è improbabile che le attuali turbative del trasporto marittimo nel Mar Rosso provochino nuove limitazioni significative nell'offerta, la dinamica delle esportazioni dovrebbe allinearsi al rafforzamento della domanda estera. Nel medio termine la ripresa dovrebbe essere altresì sostenuta dal graduale venir meno degli effetti dell'inasprimento della politica monetaria della BCE. Nel complesso, si prevede che il tasso di incremento medio annuo del PIL in termini reali si collochi allo 0,6 per cento nel 2024, per poi salire all'1,5 nel 2025 e all'1,6 nel 2026. Nel confronto con le proiezioni dello scorso dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste verso il basso per il 2024, a causa di effetti di trascinamento derivanti da passate sorprese negative e informazioni prospettiche recenti che indicano un'evoluzione più debole. Risultano invece invariate per il 2025 e sono state lievemente corrette verso l'alto per il 2026.

I governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno connesse all'energia affinché il processo di disinflazione prosegua in maniera durevole. Le politiche strutturali e di bilancio dovrebbero essere rafforzate per rendere l'economia dell'area più produttiva e competitiva, per espandere la capacità di offerta e ridimensionare gradualmente gli elevati rapporti fra debito pubblico e PIL. Una più rapida attuazione del programma Next Generation EU e un atteggiamento più deciso verso la rimozione delle barriere nazionali per realizzare mercati bancari e dei capitali più spessi e integrati possono contribuire ad aumentare gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale e a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. Occorre attuare senza indugi il nuovo quadro di governance economica dell'UE.

Inflazione

L'inflazione è scesa al 2,8 per cento a gennaio e, in base alla stima preliminare dell'Eurostat, a febbraio è diminuita ulteriormente, al 2,6 per cento. La componente alimentare ha registrato un ulteriore calo, portandosi al 5,6 per cento a gennaio e al 4,0 a febbraio, mentre i prezzi dell'energia hanno continuato a calare in entrambi i mesi rispetto all'anno precedente, seppur a un ritmo inferiore in confronto a

dicembre. Anche l'inflazione dei beni si è ridotta ulteriormente, collocandosi al 2,0 per cento a gennaio e all'1,6 a febbraio. Per quanto riguarda i servizi, dopo essersi attestata al 4,0 per cento per tre mesi consecutivi, a febbraio l'inflazione è diminuita al 3,9 per cento.

Le misure dell'inflazione di fondo sono in larga parte scese nuovamente a gennaio, giacché l'impatto dei passati shock dal lato dell'offerta ha continuato ad attenuarsi e l'intonazione restrittiva della politica monetaria ha gravato sulla domanda. Cionondimeno, le pressioni interne sui prezzi sono ancora elevate, in parte di riflesso alla vigorosa crescita delle retribuzioni e al calo della produttività del lavoro. Al tempo stesso, vi sono segnali di un'incipiente moderazione della dinamica salariale. Inoltre, i profitti assorbono parte dell'incremento del costo del lavoro, riducendo gli effetti inflazionistici.

L'inflazione dovrebbe mantenere tale tendenza al ribasso nei prossimi mesi e ci si attende che, su un orizzonte temporale più lungo, raggiunga l'obiettivo del Consiglio direttivo, a fronte della moderazione del costo del lavoro e dell'attenuarsi dell'impatto degli shock energetici passati, delle strozzature dal lato dell'offerta e della riapertura dell'economia dopo la pandemia. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine restano sostanzialmente stabili, collocandosi perlopiù intorno al 2 per cento.

Secondo le proiezioni di marzo 2024, l'inflazione dovrebbe moderarsi ulteriormente grazie alla perdurante attenuazione delle spinte inflazionistiche e all'impatto dell'inasprimento della politica monetaria, anche se il ritmo di tale diminuzione sarebbe più modesto rispetto a quello osservato nel 2023. Le pressioni inflazionistiche dovrebbero continuare ad attenuarsi, in un contesto in cui ci si attende che le turbative nei trasporti marittimi nel Mar Rosso esercitino un impatto al rialzo solo limitato. Con il calo dei prezzi dell'energia, la robusta dinamica del costo del lavoro dovrebbe costituire la determinante principale dell'inflazione al netto della componente energetica e alimentare. La crescita dei salari nominali dovrebbe rimanere elevata in ragione del perdurare di condizioni tese nel mercato del lavoro, ma dovrebbe gradualmente ridursi nell'orizzonte temporale considerato, al venir meno degli effetti al rialzo esercitati dalla compensazione per l'inflazione. Una ripresa della crescita della produttività sosterebbe la moderazione delle pressioni sul costo del lavoro. La crescita dei profitti dovrebbe indebolirsi nel periodo in esame e attenuare la trasmissione del costo del lavoro. Nell'insieme ci si attende che l'inflazione complessiva scenda in media d'anno dal 5,4 per cento nel 2023 al 2,3 nel 2024, al 2,0 nel 2025 e all'1,9 nel 2026 e che, alla luce delle deboli prospettive riguardanti la componente dei beni energetici, si mantenga inferiore al tasso calcolato al netto dell'energia e dei beni alimentari per l'intero orizzonte temporale di riferimento. Da un confronto con le proiezioni formulate a dicembre scorso emerge che l'inflazione complessiva è stata corretta verso il basso per il 2024 e il 2025, principalmente per via degli effetti diretti e indiretti di ipotesi di un calo dei prezzi delle materie prime energetiche e di minori pressioni dal lato del costo del lavoro, mentre rimane invariata per il 2026.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. L'espansione economica potrebbe risultare inferiore se gli effetti della politica monetaria si rivelassero più forti delle attese. Anche un indebolimento dell'economia a livello mondiale o un ulteriore rallentamento del commercio internazionale graverebbero sulla crescita dell'area dell'euro. La guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente rappresentano significative fonti di rischio geopolitico. Ciò potrebbe indurre una perdita di fiducia riguardo al futuro in famiglie e imprese, e produrre interruzioni negli scambi internazionali. La crescita potrebbe essere più elevata se l'inflazione diminuisse più rapidamente delle attese e se l'incremento dei redditi reali comportasse aumenti della spesa maggiori del previsto, oppure se l'espansione dell'economia mondiale fosse più forte delle aspettative.

Tra i rischi al rialzo per l'inflazione figurano le accresciute tensioni geopolitiche, soprattutto in Medio Oriente, che potrebbero determinare un rialzo dei costi di energia e di trasporto nel breve periodo, causando interruzioni nel commercio mondiale. Inoltre, l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati del previsto se le retribuzioni aumentassero più di quanto atteso o i margini di profitto evidenziassero una tenuta superiore. Al contrario, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda più di quanto atteso o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato sono aumentati dalla riunione del 25 gennaio 2024 e la politica monetaria del Consiglio direttivo ha mantenuto restrittive le condizioni di finanziamento generali. I tassi sui prestiti alle imprese si sono sostanzialmente stabilizzati, mentre i tassi sui mutui ipotecari si sono ridotti a dicembre e a gennaio. Nondimeno, i tassi sui prestiti sono rimasti elevati, su un livello del 5,2 per cento per quanto riguarda i prestiti alle imprese e del 3,9 per cento per i mutui ipotecari.

Il credito bancario alle imprese è divenuto positivo a dicembre, facendo osservare una crescita dello 0,5 per cento sui dodici mesi, che tuttavia a gennaio si è ridotta collocandosi allo 0,2 per cento per effetto del flusso negativo su base mensile. Il tasso di variazione dei prestiti alle famiglie ha continuato a diminuire, portandosi a gennaio allo 0,3 per cento sui dodici mesi. L'aggregato monetario ampio, misurato da M3, è cresciuto a un ritmo contenuto, pari allo 0,1 per cento.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimangono invariati, rispettivamente al 4,50, al 4,75 e al 4,00 per cento.

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.

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) nel primo semestre del 2024. Nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio del PEPP, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese e 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 per 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 7 marzo 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Sulla base della valutazione corrente, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento di tale obiettivo. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo. 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 all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

Contesto esterno

La crescita a livello globale si è moderata al volgere dell'anno in un contesto in cui l'inasprimento della politica monetaria si è trasmesso all'economia mondiale.

Il rallentamento della crescita dei consumi riflette in parte il venir meno di effetti positivi che hanno interessato le principali economie avanzate, dove le tensioni sui mercati del lavoro, pur rimanendo relativamente intense, si stanno gradualmente attenuando e si è in gran parte dato fondo alle riserve di risparmi in eccesso accumulate durante la pandemia. In Cina la spesa per consumi rimane modesta sullo sfondo di un mercato immobiliare debole. Secondo le proiezioni, i tassi di crescita sui dodici mesi a livello mondiale dovrebbero diminuire gradualmente nel periodo tra il 2024 e il 2026 e ci si attende che, nel medio periodo, si mantengano lievemente al di sotto dei livelli osservati nell'ultimo decennio. Nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE a marzo 2024 la crescita a livello mondiale è stata rivista al rialzo per l'anno in corso, rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro; tale revisione è ampiamente dovuta al miglioramento dei risultati della crescita negli Stati Uniti. Secondo le proiezioni, nell'anno in corso il commercio internazionale dovrebbe recuperare, per poi registrare un'espansione più in linea con l'attività mondiale. Sebbene le proiezioni si siano confermate per lo più invariate rispetto all'esercizio di dicembre 2023, si prevede che il commercio internazionale si mantenga su livelli inferiori alle tendenze di lungo periodo lungo l'orizzonte temporale di proiezione, mentre l'inflazione mondiale dovrebbe diminuire.

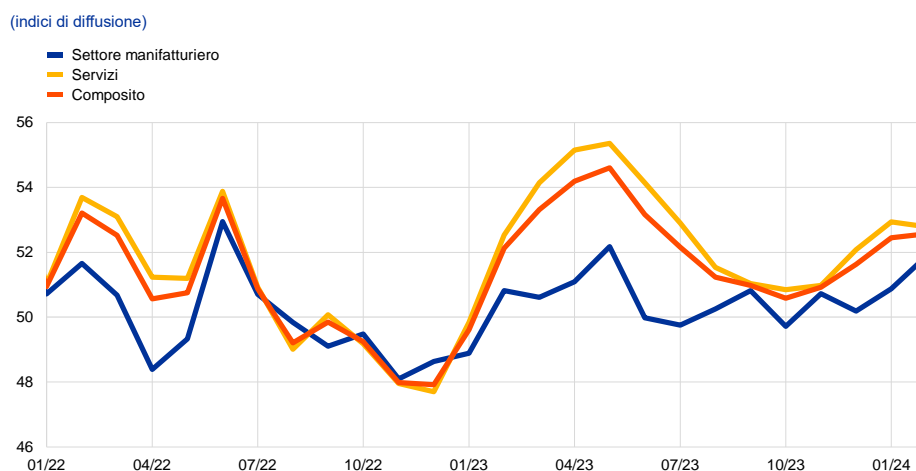
La crescita economica mondiale si è moderata al volgere dell'anno, in un contesto in cui l'inasprimento della politica monetaria si è trasmesso all'economia.

A livello globale si stima che la crescita del PIL in termini reali sia scesa allo 0,8 per cento nel quarto trimestre del 2023, dall'1,0 del terzo¹, e l'attività economica complessiva sia aumentata del 3,5 per cento nel 2023, cioè con un andamento analogo a quello dell'anno precedente e al tasso di crescita medio osservato nell'ultimo decennio. Essa si colloca inoltre di 0,2 punti percentuali al di sopra del tasso di crescita mondiale incluso nelle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023. I dati più recenti disponibili, tuttavia, suggeriscono che la crescita dei consumi a livello mondiale stia subendo una moderazione, a seguito del graduale venire meno dei fattori positivi che hanno riguardato la spesa per consumi. Permangono relative tensioni sui mercati del lavoro, pur affievolendosi gradualmente nelle principali economie avanzate, come evidenziato dal calo del rapporto fra posti di lavoro disponibili e disoccupazione, mentre si registra una progressiva diminuzione anche della crescita dei salari nominali. Inoltre, si è in gran parte dato fondo alle riserve di risparmi in eccesso accumulate durante la pandemia. In Cina la spesa per consumi rimane debole in un contesto influenzato dagli andamenti del mercato degli immobili residenziali. Di conseguenza, la spesa per consumi a livello mondiale, che ha supportato l'attività economica nella ripresa successiva alla pandemia, si conferma contenuta. Più di recente, a febbraio, l'indice composito a livello globale dei

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

responsabili degli acquisti (PMI) è salito lievemente, come risultato di un'espansione dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi (cfr. il grafico 1). Tale segnale dovrebbe essere, tuttavia, considerato alla luce di un insieme più ampio di dati aggiornati, che continuano a indicare una contrazione complessiva dell'attività mondiale.

Grafico 1
Indice PMI mondiale relativo al prodotto



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

La crescita mondiale dovrebbe evidenziare una flessione graduale nell'orizzonte temporale di proiezione. Il lieve rallentamento della crescita nell'anno in corso rispecchia il fatto che continuano a venire meno i fattori positivi citati sopra, che avevano sostenuto la spesa per consumi nelle economie avanzate nel periodo successivo alla pandemia. A tali andamenti hanno contribuito gli effetti del passato inasprimento della politica monetaria, nonché l'elevata incertezza dovuta alle tensioni geopolitiche. Nel complesso, secondo le proiezioni, la crescita del PIL in termini reali a livello mondiale dovrebbe collocarsi al 3,4 per cento nell'anno in corso, prima di rallentare al 3,2 su base annua nel periodo 2025-2026, un livello lievemente inferiore a quello osservato nell'ultimo decennio. Rispetto alle proiezioni di dicembre 2023, per l'anno in corso la crescita mondiale è stata rivista al rialzo, principalmente grazie all'effetto di trascinamento dei migliori risultati registrati negli Stati Uniti.

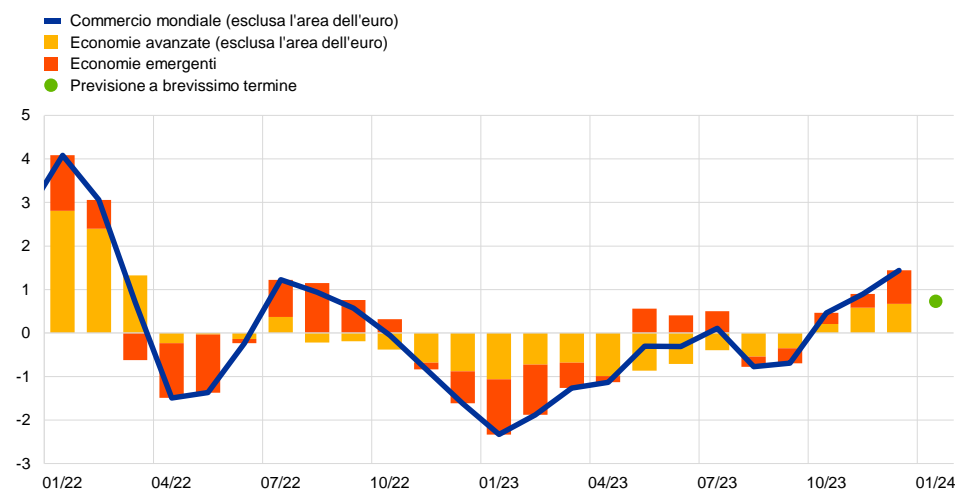
Il commercio internazionale di beni si conferma in crescita. Nel quarto trimestre del 2023 la crescita dell'interscambio di beni a livello mondiale è divenuta positiva e si stima che sia rimasta tale a gennaio 2024 (cfr. il grafico 2). Tale miglioramento rispecchia una correzione degli andamenti che hanno caratterizzato la ripresa successiva alla pandemia, quali il ribilanciamento della spesa a scapito dei beni e a favore dei servizi, nonché un adeguamento delle scorte a livello mondiale. La ripresa del commercio internazionale dovrebbe proseguire: se da un lato ci si aspetta che venga gradualmente meno l'impatto degli andamenti osservati dopo la pandemia, dall'altro sia il ciclo manifatturiero mondiale sia gli investimenti privati hanno mostrato segnali di stabilizzazione all'inizio del 2024. Un ulteriore fattore di supporto all'interscambio nel breve periodo dovrebbe essere il miglioramento del "ciclo

tecnologico” a livello mondiale, che rappresenta un indicatore tempestivo della crescita complessiva del settore manifatturiero².

Grafico 2

Crescita del commercio di beni

(importazioni in termini reali, variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, punti percentuali)



Fonti: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, fonti nazionali via LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: la previsione a brevissimo termine incorpora i dati più aggiornati, basandosi sulla previsione dell'aggregato mondiale e su una gamma di variabili macroeconomiche. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023 per i dati ufficiali relativi al CPB e a gennaio 2024 per la previsione a brevissimo termine.

Le interruzioni del trasporto marittimo nel Mar Rosso potrebbero esercitare un freno sulla ripresa del commercio di beni a livello mondiale, sebbene il loro impatto allo stato attuale sia considerato contenuto.

I volumi di transito attraverso il Mar Rosso sono scesi in misura significativa, dal momento che le compagnie di navigazione stanno evitando quel tratto di mare, dirottando le proprie imbarcazioni sulla rotta attorno al Capo di Buona Speranza. Finora, comunque, le catene di approvvigionamento mondiali nel complesso si sono mantenute solide: nell'anno in corso i tempi di consegna dei fornitori si sono allungati solo lievemente su scala mondiale, mantenendosi in linea con le medie storiche e ben al di sotto dei livelli osservati nel 2021 e 2022, quando le catene di approvvigionamento globali erano sottoposte a gravi tensioni. Sono in gioco vari fattori attenuanti. In primo luogo la capacità di trasporto inutilizzata sembra ampia, in un contesto in cui a livello mondiale la domanda di beni è relativamente modesta e la flotta mercantile ha visto aumentare la propria consistenza. In secondo luogo i livelli di congestione dei porti nel mondo rimangono sostanzialmente invariati, a indicare l'esistenza di capacità sufficiente ad accogliere le navi dirottate. Infine, le ampie scorte nel settore manifatturiero stanno contribuendo ad attutire l'impatto dell'allungamento dei tempi di consegna sulla produzione. Tuttavia, i rischi per l'inflazione e il commercio

² Gli andamenti della produzione mondiale di beni tecnologici, quali computer, apparecchiature elettroniche ed elettriche, sono considerati una fonte di informazioni sulla dinamica futura del settore manifatturiero e, più in generale, dell'economia a livello mondiale. Cfr. il riquadro 1 [Indicazioni fornite dal ciclo tecnologico all'economia internazionale](#) nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

internazionale persisteranno se le turbative nel Mar Rosso dovessero intensificarsi e rivelarsi durature³.

Secondo le proiezioni, nell'anno in corso il commercio internazionale dovrebbe recuperare gradualmente, per poi espandersi più in linea con l'attività mondiale. Ci si attende che la crescita delle importazioni mondiali incrementi dall'1,2 al 2,8 per cento tra il 2023 e l'anno in corso, prima di aumentare gradualmente al 3,1 per cento nel 2025 e al 3,2 nel 2026: dati sostanzialmente invariati rispetto alle proiezioni precedenti. Nonostante la ripresa prevista nell'esercizio, il commercio mondiale dovrebbe confermarsi inferiore alle tendenze storiche; ciò rispecchia gli effetti dei mutamenti strutturali in atto nelle relazioni commerciali provocati dall'acuirsi delle tensioni geopolitiche. La domanda estera dell'area dell'euro registrerebbe una ripresa più graduale rispetto alle proiezioni precedenti, frenata dalla minore crescita delle importazioni osservata lo scorso anno in alcuni dei principali partner commerciali dell'area dell'euro, inclusi il Regno Unito e i paesi dell'Europa centrale e orientale. Tale debolezza si trasmette dalla domanda estera dell'area dell'euro, che nell'anno in corso sta recuperando in misura più graduale, rispetto a quanto previsto nell'esercizio di dicembre scorso.

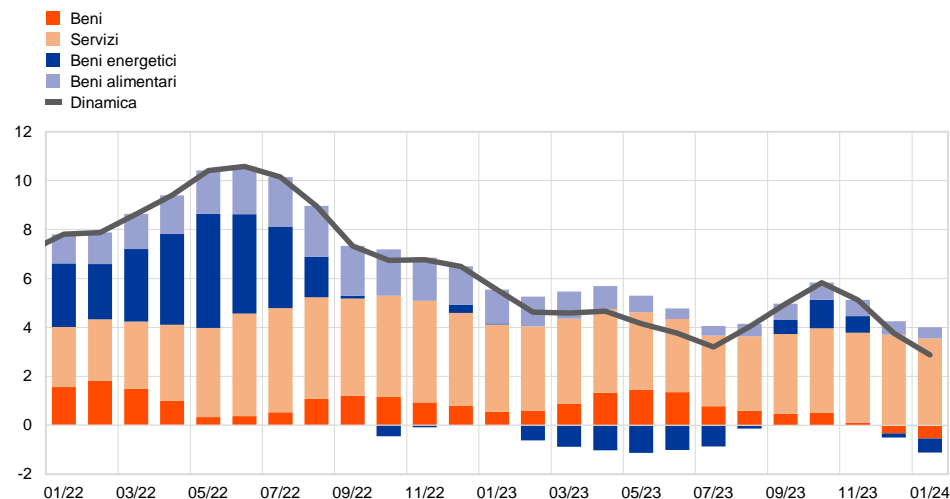
La graduale tendenza alla disinflazione è proseguita. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a gennaio è diminuita, passando al 5,7 per cento, dal 6,0 del mese precedente. Nello stesso periodo l'inflazione di fondo al netto delle componenti alimentare ed energetica è scesa lievemente, dal 6,7 al 6,6 per cento. La dinamica dell'inflazione complessiva, misurata sull'IPC come variazione annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, suggerisce che la disinflazione a livello mondiale probabilmente proseguirà nel 2024, sebbene a un ritmo presumibilmente più lento rispetto all'anno precedente (cfr. il grafico 3). Ciò è confermato dalle rilevazioni più recenti dei prezzi di input e output compresi nel PMI, che rappresentano degli indicatori anticipatori dell'inflazione di fondo di beni e servizi su scala mondiale. Secondo l'esercizio formulato dagli esperti della BCE a marzo 2024, la disinflazione rispetto agli obiettivi delle banche centrali dovrebbe procedere in modo graduale nell'orizzonte di proiezione per le economie avanzate, mentre in quelle emergenti ci si attende che l'inflazione aumenti lievemente quest'anno e che successivamente torni a scendere. Questo profilo riflette il previsto aumento dell'inflazione in alcune economie più grandi, quali la Cina, la Russia e la Turchia. Ci si attende che il tasso di variazione dei prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area dell'euro torni positivo quest'anno, per poi rimanere intorno alla media stimata di lungo periodo per il resto dell'orizzonte temporale di proiezione. Tale dato è stato rivisto lievemente al ribasso nel 2024, rispetto all'esercizio condotto a dicembre scorso, in ragione dell'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e dei prezzi delle materie prime energetiche.

³ Per una valutazione approfondita delle tensioni nel Mar Rosso e del loro impatto sull'economia del mondo e dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 3 nelle [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2024.

Grafico 3

Dinamica dell'inflazione al consumo complessiva nell'area dell'OCSE

(variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al periodo precedente di tre mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: i contributi delle rispettive componenti della dinamica dell'inflazione complessiva nei paesi dell'OCSE riportati nel grafico sono costruiti dal basso verso l'alto utilizzando i dati nazionali disponibili, che nel loro insieme rappresentano l'84 per cento dell'aggregato dell'area OCSE. L'inflazione dei beni è misurata come differenza tra il contributo dei beni totali meno i contributi dei beni energetici e alimentari. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

A partire dalle proiezioni formulate a dicembre, i prezzi del greggio risultano sostanzialmente privi di variazioni, mentre quelli del gas europeo sono scesi in misura significativa.

Le quotazioni petrolifere si mantengono relativamente stabili, nonostante l'acuirsi del rischio geopolitico in Medio Oriente. Gli attacchi da parte dei ribelli Huthi alle navi nel Mar Rosso hanno causato alcune turbative agli scambi petroliferi, ma per lo più non hanno interessato il traffico del greggio lungo lo Stretto di Hormuz, ben più rilevante; pertanto il loro impatto economico è risultato meno forte. Inoltre, il traffico marittimo attraverso il Mar Rosso è stato dirottato attorno al Capo di Buona Speranza, limitando la pressione al rialzo sui prezzi del petrolio dovuta all'aumento dei costi di spedizione, che rappresentano soltanto l'1-2 per cento, circa, del prezzo del greggio. I corsi petroliferi non sono neanche stati per lo più intaccati dai tagli all'offerta annunciati dall'OPEC+ alla fine di novembre, in vigore per il primo trimestre del 2024 e recentemente estesi anche al secondo. Nel complesso, il mercato mondiale del petrolio dovrebbe rimanere in equilibrio nel primo trimestre del 2024 e in avanzo per il resto dell'anno, a seguito dell'aumento di offerta dagli Stati Uniti e del calo della domanda nelle economie avanzate. I prezzi del gas europeo hanno subito una brusca flessione, riconducibile principalmente alla minore domanda, che riflette una concomitanza di fattori, quali un inverno mite, una riduzione dei consumi da parte delle famiglie e un'attività industriale più debole. Anche delle circostanze dal lato dell'offerta hanno contribuito al calo dei prezzi del gas, giacché i livelli di stoccaggio restano elevati.

Negli Stati Uniti la crescita si conferma solida, ma nell'anno in corso è atteso un indebolimento. Gli indicatori ad alta frequenza, quali il clima di fiducia dei consumatori e le vendite al dettaglio, forniscono segnali contrastanti in merito alla spesa per consumi all'inizio del 2024, dopo i buoni risultati raggiunti nel quarto trimestre del 2023. L'aumento dei casi di insolvenza dei crediti al consumo indica

che i bilanci delle famiglie sono sottoposti a crescenti pressioni, con il relativo tasso di risparmio che si colloca a un basso livello del 4 per cento. Anche l'orientamento restrittivo della politica monetaria del Federal Reserve System continua a esercitare effetti negativi sull'attività economica. Le condizioni del mercato del lavoro, pur rimanendo tese in termini storici, si stanno allentando gradualmente e la crescita salariale è lievemente calata, seppure confermandosi su un livello ancora elevato. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC è lievemente diminuita a gennaio, al 3,1 per cento, per effetto dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione di fondo sui dodici mesi è rimasta stabile, al 3,9 per cento. I prezzi dei servizi essenziali hanno registrato una ripresa, dovuta principalmente a una nuova accelerazione delle componenti diverse da quella abitativa. Una scomposizione per settore dell'inflazione relativa alle spese per consumi personali (SCP) mostra l'efficace trasmissione della politica monetaria della Federal Reserve durante l'attuale ciclo di inasprimento, con i settori sensibili ai tassi di interesse che mostrano un calo di entità maggiore rispetto a quelli che non ne risentono.

In Cina i recenti indicatori dell'attività forniscono segnali contrastanti, in un contesto in cui il mercato dell'edilizia residenziale è in fase di adattamento.

Mentre la crescita della produzione industriale sui dodici mesi è lievemente aumentata a dicembre, al 6,5 per cento, dalle indagini si evincono segnali contrastanti per i primi mesi dell'anno in corso. La debolezza del settore dell'edilizia residenziale si conferma il fattore negativo determinante per l'attività economica, con ripercussioni in particolare sulla crescita dei consumi privati. L'aggiustamento nel settore degli immobili residenziali è proseguito anche nel 2024: infatti le vendite di nuove abitazioni sono diminuite bruscamente e le costruzioni di nuove abitazioni rimangono stagnanti a livelli molto bassi, insieme alle compravendite immobiliari. Tali andamenti avversi fanno da sfondo alla grave volatilità osservata recentemente nel mercato azionario, mentre la fiducia dei consumatori si è stabilizzata a livelli storicamente bassi. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al -0,8 per cento a gennaio, in calo dal -0,3 nel mese precedente, rispecchiando principalmente ulteriori diminuzioni dei prezzi dei beni alimentari. L'inflazione di fondo sui dodici mesi misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta positiva, allo 0,4 per cento. Tale bassa rilevazione dell'inflazione di fondo rispecchia una domanda di consumi estremamente contenuta.

In Giappone il PIL in termini reali ha subito un calo inatteso nell'ultimo trimestre del 2023. L'attività economica è scesa di nuovo nel quarto trimestre, dello 0,1 per cento, dopo la contrazione dello 0,8 per cento osservata nel terzo trimestre e rivista al ribasso. Tale risultato riflette la debolezza della domanda interna, relativamente generalizzata. È probabile che la crescita torni positiva all'inizio del 2024, supportata da valori più elevati degli indicatori desunti dalle indagini, in particolare per il settore dei servizi, e dalla crescente fiducia dei consumatori. L'inflazione complessiva sui dodici mesi a gennaio 2024 si è collocata al 2,2 per cento, superiore alle attese dei mercati, ma inferiore ai livelli osservati verso la fine dello scorso anno. Il raffreddamento dell'inflazione complessiva riflette in misura preponderante l'andamento della componente alimentare e la diminuzione dei prezzi dei beni energetici. Anche l'inflazione di fondo misurata sull'IPC a gennaio ha subito una flessione, al 2,6 per cento, dal 2,8 a dicembre.

Nel Regno Unito l'attività economica ha registrato un altro calo nel quarto trimestre. La crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre ha sorpreso al

ribasso, scendendo dal -0,1 al -0,3 per cento rispetto al trimestre precedente.

Tale contrazione è stata determinata da una flessione nell'interscambio netto, a sua volta dovuto a una marcata diminuzione delle esportazioni di servizi.

Risultati negativi hanno interessato anche i consumi privati e la spesa pubblica, quest'ultima a seguito delle ricadute degli scioperi ricorrenti nel settore pubblico.

L'indice PMI composito, le vendite al dettaglio e gli indicatori del clima di fiducia hanno tutti continuato a salire a gennaio 2024, segnalando un recupero

dell'andamento della crescita nel Regno Unito: i minori costi di finanziamento,

il reddito disponibile in termini reali in crescita e la tenuta del mercato del lavoro supportano la domanda interna. Nel mercato del lavoro le tensioni si stanno

gradualmente allentando, pur restando intense nel confronto storico. Le posizioni

vacanti sono diminuite, ma il grado di rigidità sul mercato del lavoro, misurato in termini di posti disponibili per lavoratore non occupato, si conferma superiore alle

medie storiche. I dati più recenti relativi agli utili privati suggeriscono che la crescita

dei salari nominali è scesa al 6,2 per cento nei tre mesi fino a dicembre, in

diminuzione rispetto al 6,6 registrato nel trimestre fino a novembre, e ci si attende un

ulteriore rallentamento. A gennaio l'inflazione complessiva e quella di fondo misurate

sull'IPC sono rimaste stabili, al 4,0 e 5,1 per cento, rispettivamente. Ci si aspetta che

nei prossimi mesi l'inflazione complessiva scenda, approssimandosi all'obiettivo del

2 per cento fissato dalla Banca d'Inghilterra, seppure solo temporaneamente a

causa degli effetti base derivanti dai precedenti aumenti delle bollette energetiche nel mercato regolamentato.

2 Attività economica

Il prodotto dell'area dell'euro è rimasto stagnante alla fine del 2023, risentendo della debolezza del commercio mondiale, del decumulo delle scorte e della trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria della BCE. L'attività dovrebbe rimanere moderata nel breve periodo e recuperare gradualmente nel prosieguo dell'anno, grazie al calo dell'inflazione, alla robusta dinamica salariale e al rafforzamento della domanda estera. I dati delle indagini continuano a segnalare una crescita modesta o nulla nel breve periodo, ma gli indicatori prospettici di più lungo periodo basati sulle indagini congiunturali mostrano alcuni segnali di ripresa. I consumi privati sono ancora deboli in quanto i consumatori restano sensibili ai prezzi e rimandano gli acquisti importanti; dovrebbero tuttavia migliorare con la ripresa del reddito disponibile reale. L'evasione degli ordini arretrati e l'inasprimento della politica monetaria gravano sulle prospettive di investimento a breve termine delle imprese, sebbene un miglioramento del clima di fiducia degli investitori lasci intendere che possano sussistere i presupposti per una ripresa nel prosieguo dell'anno. Per contro, è probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale restino deboli. Sebbene la domanda di lavoro continui a rallentare, l'occupazione è aumentata ulteriormente nel quarto trimestre del 2023, di pari passo con l'aumento della forza lavoro. Nel medio periodo, la ripresa sarà sostenuta anche dal graduale venir meno dell'impatto della politica monetaria restrittiva.

Tali prospettive si riflettono nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2024, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,6 per cento nel 2024, in aumento all'1,5 e all'1,6 per cento rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Rispetto all'esercizio di dicembre 2023 condotto dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, le prospettive di crescita del PIL sono state riviste al ribasso per il 2024, mentre rimangono sostanzialmente invariate per il 2025 e il 2026.

La produzione dell'area dell'euro è rimasta stagnante alla fine del 2023.

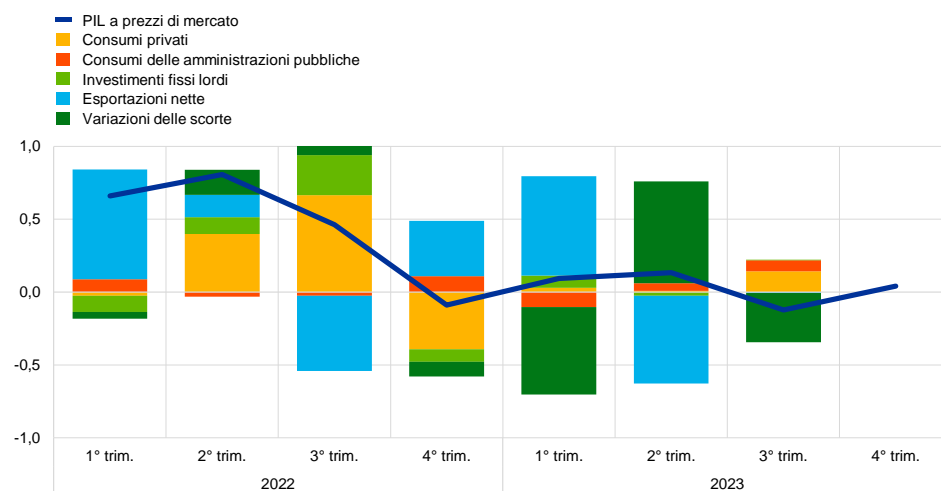
Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2023 il PIL in termini reali ha registrato una crescita nulla sul periodo precedente, sulla scia del crescente impatto della debolezza del commercio mondiale e della trasmissione vigorosa della politica monetaria (cfr. il grafico 4). Ciò implica che il prodotto sia rimasto sostanzialmente stabile dal terzo trimestre del 2022⁴.

⁴ La scomposizione del PIL per categoria di spesa per il quarto trimestre del 2023 è stata pubblicata dopo la data di ultimo aggiornamento dei dati relativi a questo numero del Bollettino.

Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per il PIL e al terzo trimestre del 2023 per tutte le altre voci.

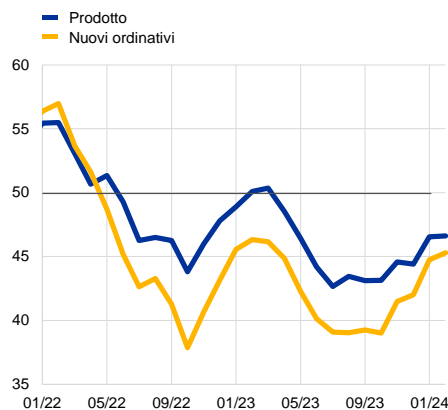
L'attività dovrebbe rimanere debole nel primo trimestre del 2024. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto si è collocato, in media, a 48,6 a gennaio e febbraio, in aumento rispetto a 47,2 nel quarto trimestre del 2023. Pur avendo segnato una chiara ripresa dal più recente minimo di 46,5 toccato a ottobre 2023, l'indice è ancora al di sotto della soglia di espansione pari a 50. Fra i settori, il PMI relativo al prodotto nel comparto manifatturiero è rimasto in territorio negativo a febbraio, nonostante un aumento costante registrato dall'estate dello scorso anno (cfr. il pannello a) del grafico 5). L'indice dei nuovi ordinativi ha mostrato un miglioramento lievemente più marcato, probabilmente connesso al calo dei lavori arretrati. L'attività delle imprese nel settore dei servizi aveva mostrato negli ultimi mesi una dinamica più stabile e a un livello più elevato, benché ancora compresso, prima di risalire a febbraio, a indicare che il calo iniziato lo scorso anno si è arrestato (cfr. il pannello b) del grafico 5).

Grafico 5

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

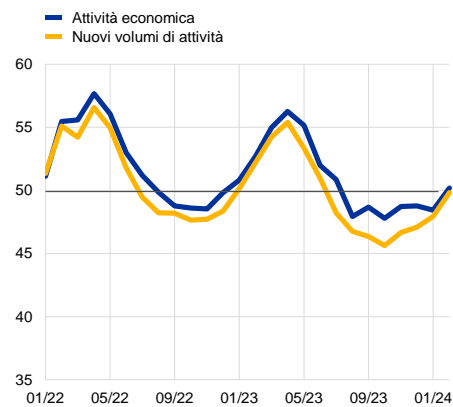
a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)



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

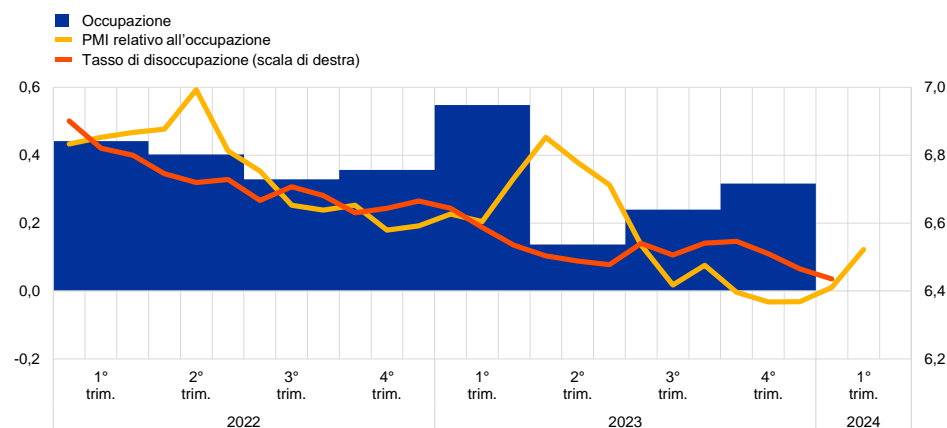
Nel complesso, il mercato del lavoro ha continuato a evidenziare una buona tenuta a fronte dell'indebolimento dell'attività economica nel quarto trimestre del 2023. Nel quarto trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 6), trainata principalmente dalla persistente crescita della forza lavoro, anch'essa aumentata dello 0,3 per cento nello stesso periodo. D'altra parte, i dati preliminari suggeriscono un calo della media delle ore lavorate nel quarto trimestre del 2023, segnalando il perdurare di politiche volte al mantenimento di organici sottoutilizzati (noto come labour hoarding, ossia quella parte dell'input di lavoro che non viene completamente impiegata nel processo produttivo di un'impresa). A gennaio il tasso di disoccupazione è diminuito lievemente al 6,4 per cento dal 6,5 di dicembre, raggiungendo il livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro si è indebolita pur rimanendo su livelli elevati, con un calo del tasso di posti vacanti al 2,7 per cento nel quarto trimestre del 2023, valore inferiore di 0,2 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

Grafico 6

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

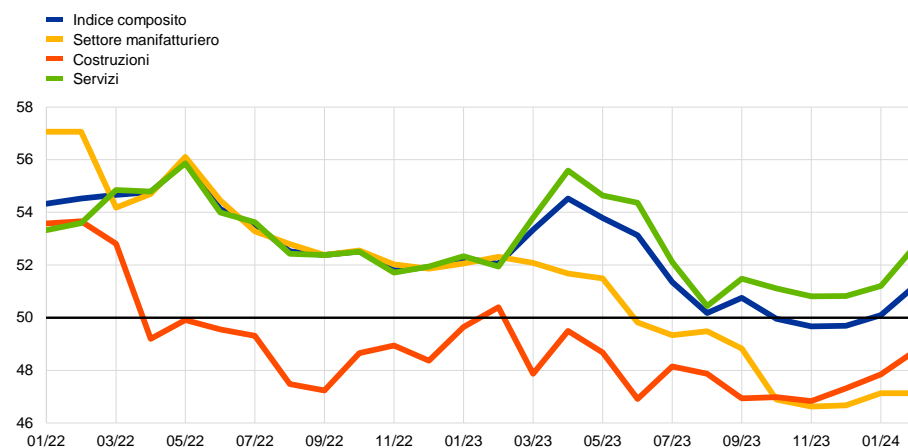
a) Occupazione, PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione

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



b) PMI settoriali relativi all'occupazione

(indici di diffusione)



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

Note: nel pannello a) le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per l'occupazione, a febbraio 2024 per il PMI relativo all'occupazione e a gennaio 2024 per il tasso di disoccupazione. Nel pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono il proseguire della crescita dell'occupazione nel primo trimestre del 2024.

L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione è salito da 50,1 a gennaio a 51,2 a febbraio, indicando un ulteriore aumento del numero di occupati. Tale indicatore è diminuito notevolmente rispetto al massimo raggiunto ad aprile 2023, ma è risalito negli ultimi due mesi, trainato dal settore dei servizi (cfr. il pannello b) del grafico 6). L'indice PMI per il settore dei servizi è aumentato da 51,2 a gennaio a 52,7 a febbraio. Di contro, il PMI relativo al settore manifatturiero si è confermato in flessione.

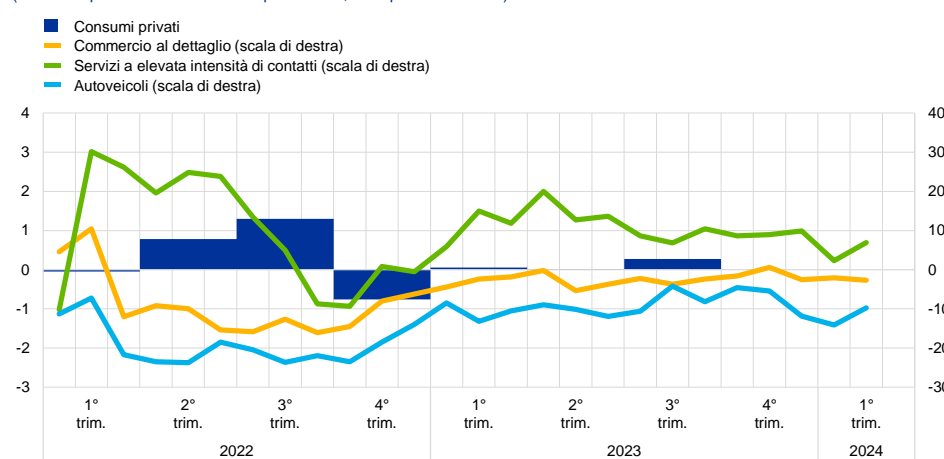
È probabile che i consumi privati abbiano ristagnato nel quarto trimestre del 2023 e i dati più recenti segnalano il protrarsi di prospettive deboli nel breve periodo. L'aggregazione dei dati nazionali disponibili per i consumi privati indica un

ristagno nel quarto trimestre dello scorso anno, con un probabile lieve aumento dei consumi di servizi, compensato da una contrazione della spesa per beni⁵. Ciò trova riscontro nella perdurante debolezza dei volumi delle vendite al dettaglio e delle vendite di autovetture, che sono entrambe rimaste contenute alla fine dell'anno e in gennaio si sono attestate al di sotto della media del quarto trimestre. Inoltre, i dati delle indagini più recenti continuano a segnalare una complessiva debolezza della spesa per beni all'inizio dell'anno. L'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è aumentato in misura marginale a febbraio, ma è rimasto lievemente al di sotto della sua media di lungo periodo. Allo stesso tempo, gli indici della Commissione relativi alle aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio sono rimasti modesti nei primi due mesi del 2024 e le vendite attese di autoveicoli hanno subito un calo rispetto al quarto trimestre del 2023. Le aspettative delle imprese per i servizi a elevata intensità di contatti sono diminuite a gennaio, ma sono risalite a febbraio, rimanendo in territorio di espansione (cfr. il grafico 7). Anche l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) per il mese di gennaio indica una buona tenuta della domanda attesa di prenotazioni per vacanze. Nel complesso, la divergenza ancora presente tra i consumi di beni e servizi è confermata dall'analisi dell'indagine CES, la quale indica che negli ultimi anni le famiglie hanno ridimensionato principalmente i propri consumi di beni per far fronte alle pressioni inflazionistiche, mentre la spesa per attività ricreative e viaggi ha continuato ad aumentare, suggerendo un cambiamento delle preferenze⁶.

Grafico 7

Consumi privati e aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio, i servizi e gli autoveicoli

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali netti)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli), per la domanda di servizi a elevata intensità di contatti e per le vendite di autoveicoli per i prossimi tre mesi si riferiscono ai saldi percentuali netti; per "Servizi a elevata intensità di contatti" si intendono i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per i consumi privati e a febbraio 2024 per le aspettative delle imprese sul commercio al dettaglio, sui servizi a elevata intensità di contatti e sugli autoveicoli.

⁵ In termini di paesi, la copertura della scomposizione del PIL per categoria di spesa è pari a circa l'89 per cento.

⁶ Cfr. il riquadro 3 *L'adeguamento dei comportamenti di spesa e di risparmio delle famiglie a fronte dell'inflazione elevata* in questo numero del Bollettino.

Gli investimenti delle imprese hanno probabilmente subito una brusca contrazione nel quarto trimestre del 2023 e dovrebbero rimanere deboli nel breve periodo. Un'aggregazione dei dati nazionali disponibili sugli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (al netto delle attività immateriali irlandesi) indica un calo dell'1,6 per cento nel quarto trimestre del 2023 sul periodo precedente, mentre la produzione industriale nel settore dei beni di investimento dell'area dell'euro (esclusa l'Irlanda), che fornisce tali prodotti alle imprese dell'area dell'euro e al di fuori di essa, ha registrato un'ulteriore flessione⁷. In un contesto caratterizzato dall'evasione degli ordini arretrati, che aveva sostenuto gli investimenti delle imprese negli ultimi trimestri, il brusco calo nel quarto trimestre ha probabilmente rispecchiato la debolezza dell'attività nel quadro di una trasmissione vigorosa della politica monetaria. Per quanto riguarda le prospettive a breve termine, il PMI relativo al settore dei beni di investimento ha evidenziato, nel quarto trimestre dell'anno, un'attenuazione del calo della produzione e dei nuovi ordinativi (cfr. il pannello a) del grafico 8). Tuttavia, i dati relativi a orizzonti più lontani per il totale economia, come il sottoindice Sentix del clima di fiducia degli investitori per i prossimi sei mesi, sono in ripresa fin da settembre 2023, con un aumento dell'indice su un valore medio trimestrale che non si osservava dall'inizio del 2022. Inoltre, secondo l'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2024, nel primo trimestre dell'anno la domanda di prestiti a più lungo termine (di norma utilizzati per gli investimenti fissi) rientrerebbe in territorio positivo. In una prospettiva di più lungo periodo, si prevede che anche l'erogazione ritardata dei fondi del programma Next Generation EU contribuirà ad attrarre gli investimenti delle imprese legati alle transizioni ecologica e digitale.

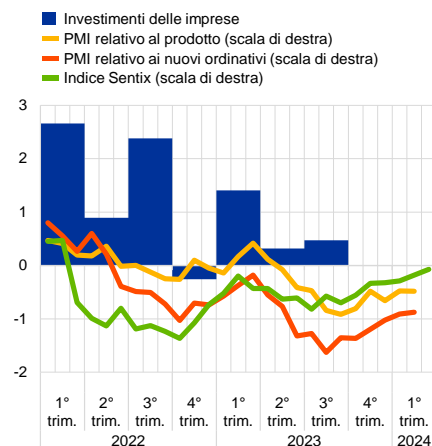
⁷ I dati resi disponibili dopo la data limite di aggiornamento per questo numero confermano sostanzialmente tale tendenza.

Grafico 8

Dinamiche degli investimenti immobiliari e dati delle indagini

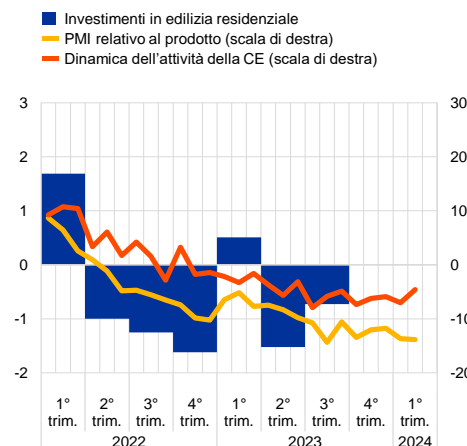
a) Investimenti delle imprese

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



b) Investimenti in edilizia residenziale

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a), gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, escluse le attività immateriali irlandesi. Le linee si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento, ad eccezione del sottoindice Sentix a sei mesi, che riflette il più ampio clima di fiducia degli investitori per il periodo a venire (serie riscalate mediante divisione per tre). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per gli investimenti delle imprese, a marzo 2024 per l'indice Sentix e a febbraio 2024 per tutte le altre voci. Nel pannello b), la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione espressa dal settore delle costruzioni circa l'andamento dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per gli investimenti in edilizia residenziale e a febbraio 2024 per tutte le altre voci.

È probabile che gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale siano lievemente diminuiti nel quarto trimestre del 2023 e continuino a ridursi nel breve periodo. Un'aggregazione dei dati di contabilità nazionale disponibili mostra

che nell'area dell'euro gli investimenti in edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2023 rispetto al terzo trimestre, mentre il prodotto nel settore delle costruzioni — un indicatore anticipatore degli investimenti in edilizia residenziale — è diminuito dello 0,5 per cento. Gli indicatori di breve periodo segnalano un ulteriore calo degli investimenti in edilizia residenziale nel primo trimestre del 2024, come confermano l'indice PMI per la produzione nell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per l'attività edilizia, che hanno continuato a evidenziare una contrazione all'inizio dell'anno (cfr. il pannello b) del grafico 8). Nel complesso, la perdurante tendenza al ribasso degli investimenti in edilizia residenziale riflette il significativo incremento dei tassi di interesse sui mutui dovuto all'inasprimento della politica monetaria e al suo impatto negativo sull'accessibilità economica degli alloggi. È probabile che il livello persistentemente elevato dei tassi di interesse faccia sì che l'accessibilità economica delle abitazioni rimanga limitata e continui a pesare sulla dinamica degli investimenti in edilizia residenziale.

La crescita delle esportazioni dell'area dell'euro è rimasta debole alla fine dell'anno. Le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area dell'euro sono diminuite a

dicembre rispetto al trimestre precedente, in quanto la modesta domanda mondiale ha continuato ad agire da freno. In particolare, la debolezza dell'economia cinese si è riflessa nel basso livello delle esportazioni verso la Cina, mentre vi sono stati

segnali di una ripresa delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Allo stesso tempo, le difficoltà relative alla competitività dei prezzi hanno frenato le esportazioni, riflettendo prezzi energetici elevati, seppur in calo, e il passato apprezzamento dell'euro. Inoltre, le importazioni dell'area dell'euro sono rimaste contenute a dicembre, a causa della debolezza dell'attività nell'area stessa. Poiché le importazioni continuano a diminuire più rapidamente delle esportazioni, il contributo delle esportazioni nette al PIL è rimasto positivo nel quarto trimestre. In prospettiva, le esportazioni dovrebbero iniziare a recuperare terreno con la ripresa della domanda mondiale e l'attenuazione delle pressioni esterne sulla competitività dei prezzi. Tuttavia, nel breve periodo gli indicatori basati sulle indagini segnalano una perdurante debolezza delle esportazioni dell'area dell'euro, poiché i nuovi ordinativi dall'estero sia per i beni manifatturieri sia per i servizi continuano a evidenziare una contrazione.

Si prevede che la crescita dell'area dell'euro si avvierà su una ripresa ciclica nel corso di quest'anno. In assenza di ulteriori shock, questa ripresa sarà inizialmente determinata dall'aumento del reddito disponibile reale che supporta i consumi privati, in presenza di un calo dell'inflazione e di una robusta crescita salariale. Nel medio periodo, la ripresa sarà sostenuta anche dagli investimenti, grazie anche al graduale venir meno dell'impatto della politica monetaria restrittiva della BCE.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2024 indicano una crescita annua del PIL in termini reali dello 0,6 per cento nel 2024, che aumenterà all'1,5 e all'1,6 per cento rispettivamente nel 2025 e nel 2026. Rispetto all'esercizio condotto a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, le prospettive di crescita del PIL sono state riviste al ribasso per il 2024, mentre rimangono sostanzialmente invariate per il 2025 e il 2026⁸.

⁸ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2024.

3 Prezzi e costi

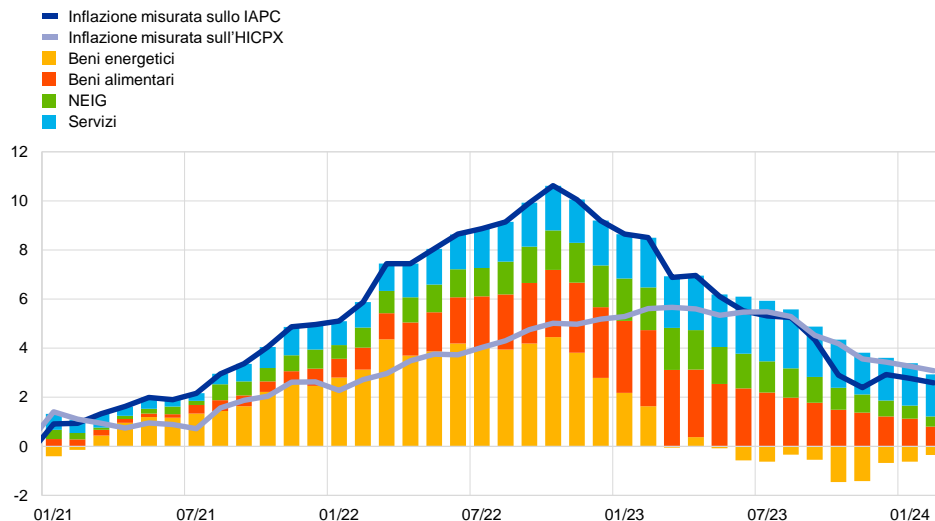
Nell'area dell'euro l'inflazione complessiva è scesa al 2,6 per cento a febbraio 2024, rispetto al 2,8 di gennaio. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è diminuita ulteriormente a gennaio e lo stesso vale a febbraio per lo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari. Tuttavia, le pressioni interne sui prezzi sono ancora elevate, riflettendo in parte la vigorosa crescita delle retribuzioni e il calo della produttività del lavoro. A febbraio le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi perlopiù intorno al 2 per cento. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a marzo 2024 dagli esperti della BCE prevedono che l'inflazione complessiva diminuirà gradualmente, collocandosi in media al 2,3 per cento nel 2024, al 2,0 nel 2025 e all'1,9 nel 2026.

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a febbraio l'inflazione complessiva misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 2,6 per cento, dal 2,8 di gennaio (cfr. il grafico 9). Tale flessione è riconducibile ai minori tassi di inflazione di tutte le principali componenti, ad eccezione del contributo dei beni energetici, che a febbraio è diventato meno negativo (-3,7 per cento contro -6,1 di gennaio). L'inflazione dei beni alimentari ha continuato a scendere, passando dal 5,6 per cento di gennaio al 4,0 di febbraio. Tale calo ha rispecchiato un minore tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi sia dei prodotti alimentari trasformati sia di quelli freschi, che è stato particolarmente pronunciato per questi ultimi a causa di un effetto base negativo derivante dagli andamenti del 2023. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa ulteriormente al 3,1 per cento a febbraio, dal 3,3 di gennaio, a causa di un calo sia dell'inflazione dei beni industriali non energetici (NEIG) (1,6 per cento a febbraio, dal 2,0 di gennaio) sia di quella dei servizi (3,9 per cento a febbraio, dal 4,0 di gennaio). Il rallentamento della crescita dei tassi di beni alimentari trasformati e beni industriali non energetici riflette il perdurante allentamento delle pressioni inflazionistiche, mentre la dinamica più persistente dell'inflazione dei servizi è legata, tra le altre cose, al maggior ruolo del costo del lavoro in alcune delle sue voci.

Grafico 9

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

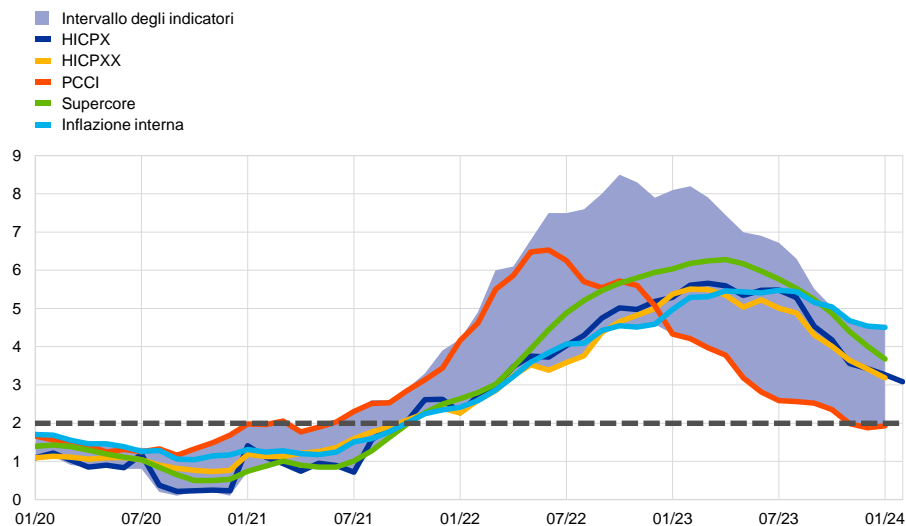
Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024 (stima preliminare).

Secondo gli ultimi dati disponibili, la maggior parte degli indicatori dell'inflazione di fondo ha continuato a diminuire, riflettendo il venir meno degli effetti dei precedenti shock sui costi dell'energia e delle interruzioni delle catene di approvvigionamento, nonché l'indebolimento della domanda in un contesto di politica monetaria più restrittiva (cfr. il grafico 10). A gennaio i valori dell'indicatore hanno oscillato tra l'1,9 e il 4,5 per cento, con la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) all'estremità inferiore dell'intervallo e l'indicatore dell'inflazione interna all'estremità superiore. L'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è scesa dal 3,4 per cento di dicembre al 3,2 di gennaio. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso dal 4,0 per cento di dicembre al 3,7 di gennaio, mentre nello stesso periodo la misura del PCCI basata su modelli è rimasta invariata all'1,9 per cento. L'indicatore dell'inflazione interna (escluse le voci con un ampio contenuto di importazioni) si è dimostrato quello più elevato e persistente, attestandosi al 4,5 per cento a dicembre 2023 e a gennaio 2024, di riflesso all'importanza relativa delle pressioni salariali.

Grafico 10

Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, l'HICPX, l'HICPXX, l'inflazione interna, le medie troncate del 10 e del 30 per cento, il PCCI, l'indicatore Supercore e una mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento nel medio periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024 (stima preliminare) per l'HICPX e a gennaio 2024 per il resto.

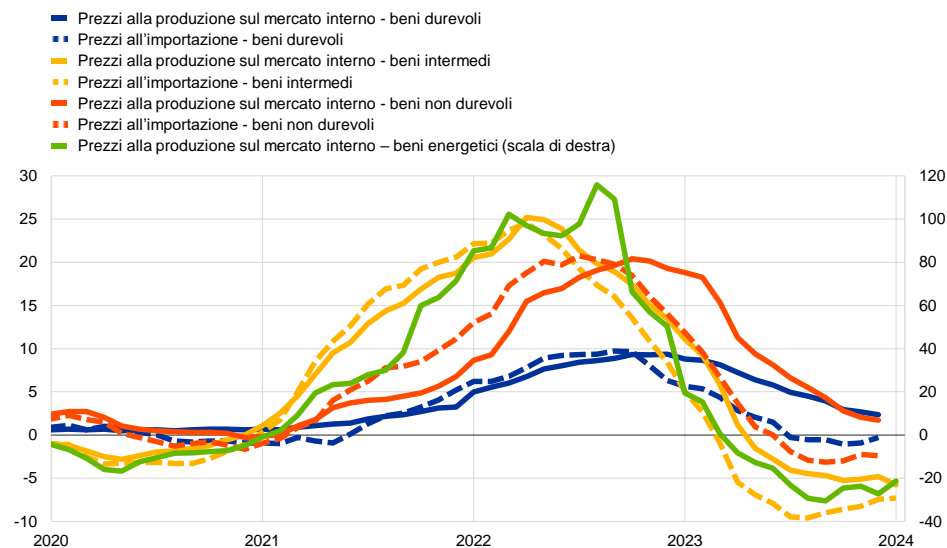
Le spinte inflazionistiche hanno continuato a perdere intensità con l'ulteriore venir meno degli effetti cumulati degli shock pregressi (cfr. il grafico 11).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da marzo 2023, è salita al -21,3 per cento a gennaio dal -27,3 di dicembre. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi sul mercato interno è rimasto negativo (-5,8 per cento a gennaio dal -4,8 di dicembre). Lo stesso vale per l'inflazione all'importazione dei beni intermedi (-7,3 per cento a gennaio dal -7,4 di dicembre). Nel contempo, agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo durevoli venduti sul mercato interno è scesa all'1,1 per cento a gennaio, dal 2,9 di dicembre, e il corrispondente tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione è stata pari a zero a gennaio, dopo lo 0,6 per cento di dicembre. Ciò conferma che la graduale attenuazione delle pressioni inflazionistiche accumulate è ancora in corso. Si è osservato un ulteriore calo anche per l'inflazione alla produzione dei beni non durevoli, scesa ulteriormente al 2,0 per cento a gennaio, il livello più basso da maggio 2021. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni non durevoli è rimasto negativo (-1,7 per cento a gennaio, dal -1,2 di dicembre). I beni di consumo non durevoli includono i prodotti alimentari, i cui tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione hanno inizialmente registrato un più rapido calo rispetto a quelli dei beni non alimentari. Tuttavia, più di recente si è registrata una convergenza fra i due in termini di velocità del rientro.

Grafico 11

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

Gli ultimi dati disponibili al momento dell'analisi indicano che le pressioni derivanti dai costi interni, misurate dalla crescita del deflatore del PIL, hanno iniziato ad attenuarsi. Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è sceso al 5,9 per cento nel terzo trimestre del 2023, dal 6,1 del trimestre precedente, a causa del minore contributo degli utili unitari (cfr. il grafico 12). Gli ultimi dati hanno quindi confermato l'attesa attenuazione delle maggiori pressioni esercitate dal costo del lavoro. La crescita lievemente più vigorosa sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto nel terzo trimestre riflette un tasso di incremento della produttività del lavoro più negativo, celando il fatto che la dinamica salariale, misurata in termini di redditi per occupato o per ora lavorata, è diminuita. Le informazioni disponibili per un ampio numero di paesi indicano un'ulteriore riduzione della crescita salariale nell'area dell'euro e una lieve moderazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nel quarto trimestre del 2023⁹. La crescita delle retribuzioni contrattuali è scesa al 4,5 per cento nel quarto trimestre del 2023, dal 4,7 del trimestre precedente, confermando l'allentamento delle pressioni salariali nell'ultima parte dell'anno. I dati sugli ultimi accordi salariali indicano un graduale allentamento in atto delle pressioni salariali, sebbene esse si mantengano su livelli relativamente elevati nel prossimo periodo¹⁰.

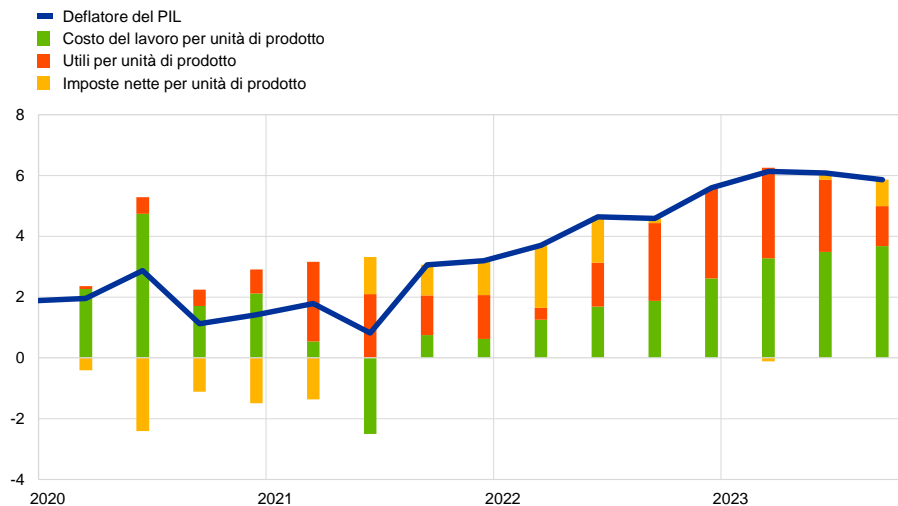
⁹ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 6 marzo 2024. I dati di contabilità nazionale diffusi l'8 marzo 2024 hanno registrato una minore crescita sui dodici mesi del reddito per occupato nel quarto trimestre del 2023 (4,6 per cento, dal 5,1 per cento del terzo trimestre) e del costo del lavoro per unità di prodotto (5,8 per cento, dal 6,5 del terzo trimestre). Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL è sceso al 5,3 per cento nel quarto trimestre del 2023, dal 5,9 per cento del terzo trimestre e include anche un calo della crescita dei profitti per unità di prodotto, dal 4,7 al 2,8 per cento.

¹⁰ Cfr. Górnicka e Koester (a cura di), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.

Grafico 12

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 terzo trimestre del 2023. 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.

Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini e anche le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 13). Sia secondo l'indagine presso i

previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il primo trimestre del 2024, sia nell'edizione di marzo 2024 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2028) si è collocata al 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono rimaste stabili nel segmento a più lungo termine della curva, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,3 per cento circa, in calo dal picco pluriennale raggiunto agli inizi di agosto 2023. Tuttavia, va osservato che tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché includono premi per il rischio di inflazione. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che 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 per i risultati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione diminuisca ulteriormente nel 2024, collocandosi in media al 2 per cento nella seconda metà dell'anno. Il tasso swap indicizzato a un anno su un orizzonte annuale è rimasto pressoché invariato, nel periodo in esame, attestandosi al 2,1 per cento. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a gennaio 2024, dal lato dei consumatori le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il

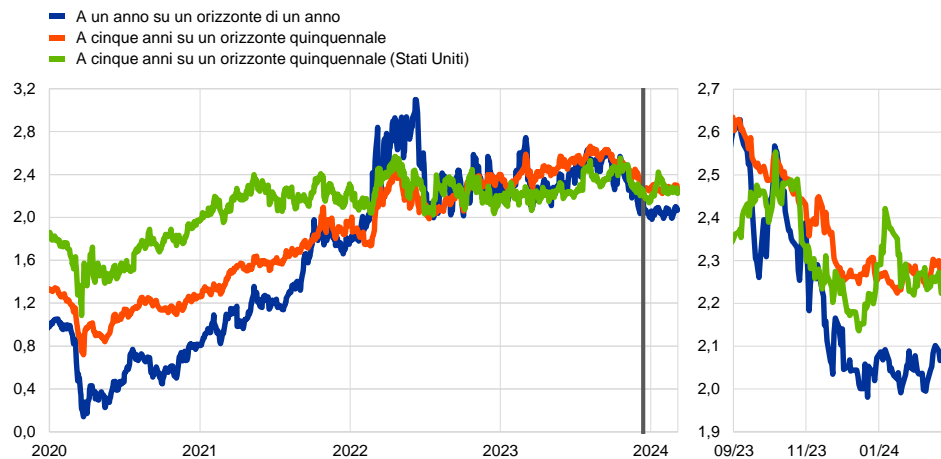
prossimo anno si collocano al 3,3 per cento, rispetto al 3,2 di dicembre, mentre quelle su un orizzonte di tre anni sono rimaste al 2,5 per cento.

Grafico 13

Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati e aspettative di inflazione dei consumatori

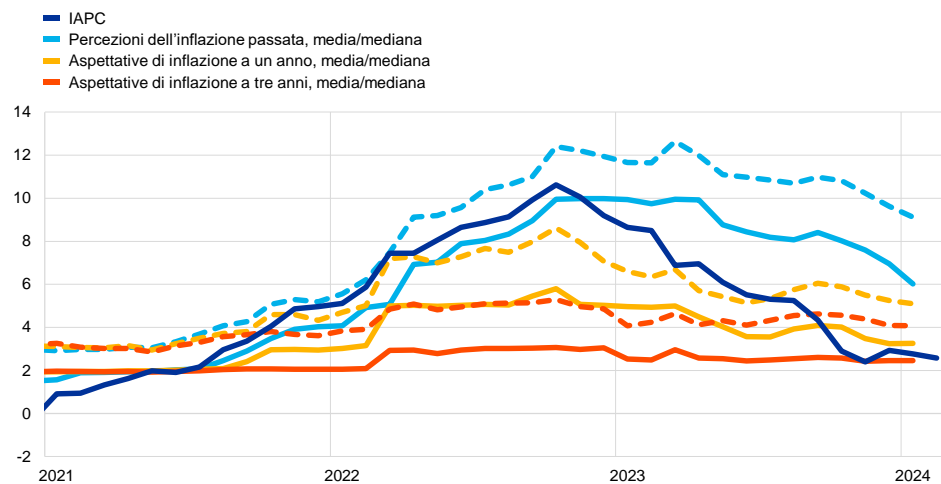
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Eurostat, CES ed elaborazioni della BCE.

Note: Il pannello a) mostra i tassi a termine degli swap indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro e il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per gli Stati Uniti. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2023). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2024 per i tassi a termine, a febbraio 2024 (stima preliminare) per lo IAPC e a gennaio 2024 per il resto.

Le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2024 dagli esperti della BCE prevedono un'ulteriore moderazione dell'inflazione complessiva, dal 2,3 per cento nel 2024, al 2,0 per cento nel 2025 e all'1,9 per cento nel 2026 (cfr. il grafico 14)¹¹. Tale moderazione riflette il progressivo venir meno delle pressioni inflazionistiche, nonché dell'impatto dell'inasprimento della politica

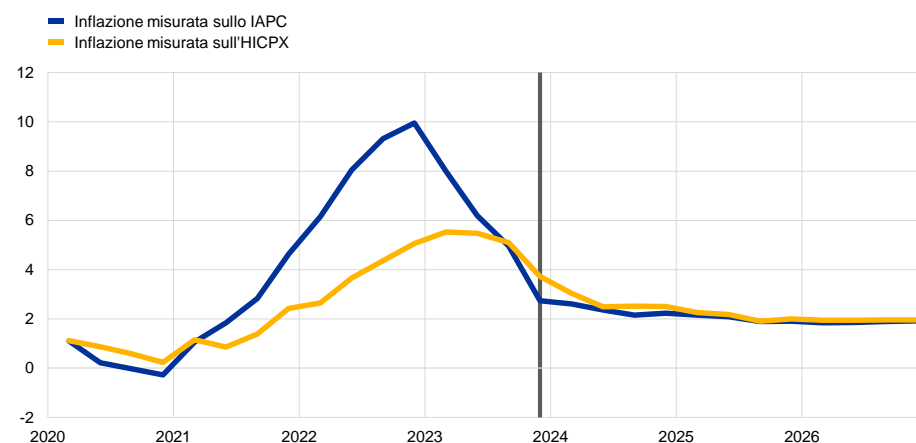
¹¹ Per maggiori dettagli, cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024*.

monetaria. La crescita dei salari dovrebbe rimanere elevata, come conseguenza dell'elevata inflazione e delle condizioni tese nel mercato del lavoro. Tuttavia, la crescita dei salari nominali dovrebbe diminuire gradualmente, pur rimanendo elevata, per consentire ai salari reali di avvicinarsi ai livelli prevalenti prima dell'impennata dell'inflazione entro il 2025. Rispetto all'esercizio di dicembre 2023, le proiezioni per l'inflazione complessiva sono state corrette al ribasso sia per il 2024 sia per il 2025, rispettivamente di 0,4 e 0,1 punti percentuali, soprattutto a causa degli effetti diretti e indiretti di ipotesi di minori prezzi delle materie prime energetiche e di minori pressioni sul costo del lavoro. Le proiezioni per l'inflazione complessiva rimangono invariate per il 2026. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe diminuire ulteriormente nei prossimi anni, collocandosi in media al 2,6 per cento nel 2024, al 2,1 per cento nel 2025 e al 2,0 per cento nel 2026. Rispetto all'esercizio di dicembre 2023, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata rivista al ribasso per l'intero orizzonte temporale di proiezione. In particolare, è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2024, 0,2 per il 2025 e 0,1 per il 2026.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di marzo 2024.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per i dati effettivi e al quarto trimestre del 2026 per le proiezioni. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro degli esperti della BCE di marzo 2024 sono state finalizzate il 21 febbraio mentre la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 9 febbraio 2024. Le serie storiche e i dati effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale.

Nel periodo in esame (dal 14 dicembre 2023 al 6 marzo 2024) l'attenzione nei mercati finanziari dell'area dell'euro è rimasta incentrata sulla tempistica e sull'entità di eventuali riduzioni dei tassi di politica monetaria. I tassi a breve termine privi di rischio si sono spostati verso l'alto, in quanto gli operatori di mercato hanno rivisto le proprie aspettative in merito a riduzioni posticipate e meno frequenti dei tassi di riferimento della BCE nel 2024. Nello specifico, alla fine del periodo in esame la curva a termine del tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro (euro short-term rate, €STR) incorporava quasi per intero una riduzione iniziale del tasso di riferimento pari a 25 punti base nel secondo trimestre del 2024 e ribassi cumulativi di 100 punti base nel corso del 2024. Dopo la riunione di dicembre i tassi a più lungo termine privi di rischio si sono inizialmente ridotti, per poi segnare un'inversione di tendenza, in linea anche con un più marcato riprezzamento della curva statunitense, allorché i dati sulla crescita e sull'inflazione negli Stati Uniti si sono rivelati superiori alle attese. I rendimenti dei titoli di Stato hanno registrato un andamento analogo a quello dei tassi privi di rischio, con una riduzione della dispersione dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato rispetto al tasso OIS (overnight index swap) e un buon assorbimento dei maggiori volumi di emissioni di titoli di Stato da parte degli investitori. I corsi azionari dell'area dell'euro sono lievemente aumentati, tuttavia hanno registrato andamenti inferiori alle attese rispetto a quelli statunitensi, per effetto delle ulteriori revisioni al ribasso delle aspettative sugli utili nell'area dell'euro. Infine, sui mercati dei cambi l'euro si è lievemente apprezzato su base ponderata per l'interscambio, ma si è leggermente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense.

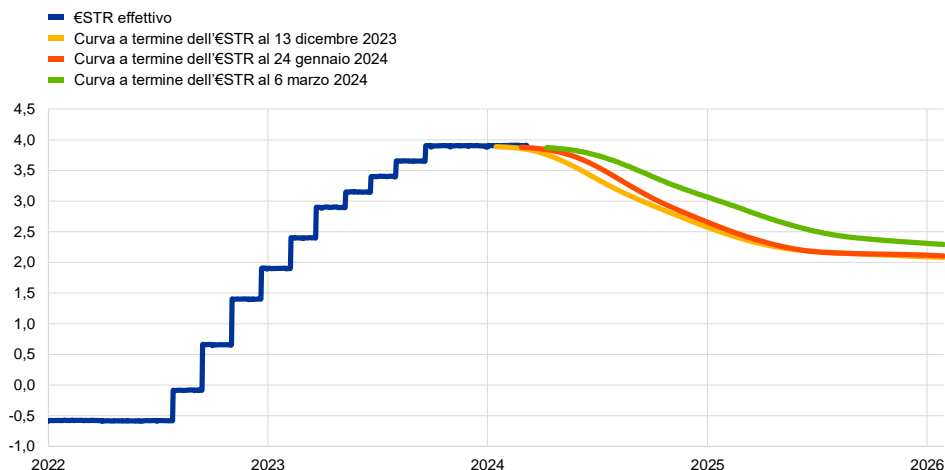
La curva a termine del tasso OIS si è spostata verso l'alto dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre, in quanto gli operatori di mercato hanno rivisto la data attesa per la prima riduzione dei tassi, posticipandola al secondo trimestre del 2024 (cfr. il grafico 15).

Nel periodo in esame il tasso di riferimento €STR è rimasto stabile al 3,9 per cento, di riflesso al tasso sui depositi presso la banca centrale, che è rimasto invariato al 4 per cento, come deciso dal Consiglio direttivo nella riunione di politica monetaria di settembre 2023. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 83 miliardi di euro, collocandosi a 3.500 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile, in larga misura, al rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e alla riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA), in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza in tale portafoglio. Dopo la riunione di dicembre i tassi a termine OIS basati sull'€STR nel periodo relativo alle prossime riunioni del Consiglio direttivo sono aumentati. Questa dinamica indica che gli operatori di mercato si attendono che la prima riduzione dei tassi di riferimento sia leggermente posticipata rispetto alle previsioni iniziali e che le riduzioni dei tassi saranno, entro la fine dell'anno, meno frequenti di quanto inizialmente previsto. In particolare, alla fine del periodo in esame la curva dei tassi a termine incorporava quasi per intero una riduzione iniziale dei tassi di riferimento pari a 25 punti base nel secondo trimestre del 2024 e ribassi cumulativi di 100 punti base nel corso del 2024.

Grafico 15

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).

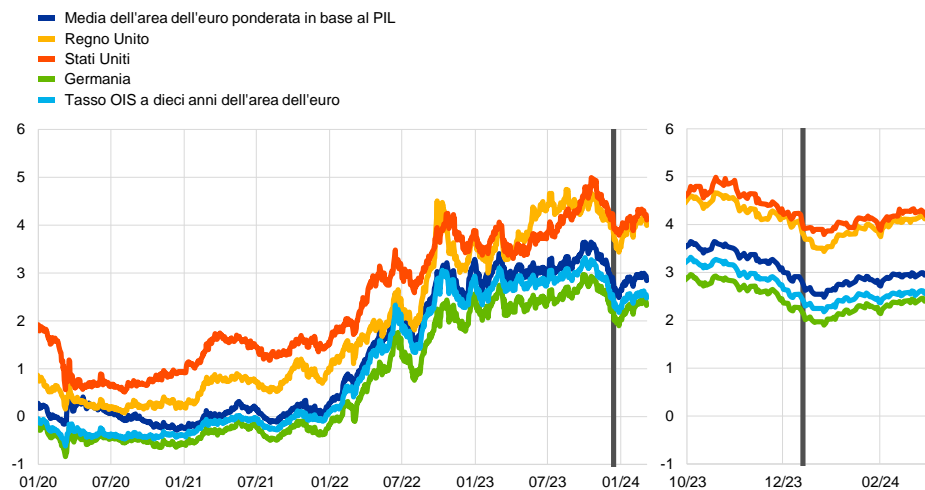
I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati in linea con una rivalutazione ancora più consistente della curva dei tassi di interesse statunitensi, di riflesso alla capacità di tenuta dell'economia americana (cfr. il grafico 16).

All'inizio del periodo in esame i tassi a lungo termine privi di rischio sono diminuiti in modo significativo: il tasso OIS in euro a dieci anni ha segnato una diminuzione di circa 20 punti base a fine dicembre rispetto all'inizio del periodo in esame. Successivamente, la dinamica dei tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro si è più che invertita, sostanzialmente in linea con le più robuste oscillazioni dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi, riflettendo in parte le notizie macroeconomiche statunitensi più favorevoli del previsto e la revisione delle aspettative di politica monetaria su entrambe le sponde dell'Atlantico. Il tasso OIS in euro a dieci anni si è infine collocato intorno al 2,5 per cento, ovvero circa 10 punti base al di sopra del livello registrato all'inizio del periodo in esame. Il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è aumentato di circa 19 punti base, collocandosi al 4,1 per cento, mentre l'equivalente britannico è aumentato di circa 21 punti base, attestandosi a circa il 4 per cento.

Grafico 16

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.

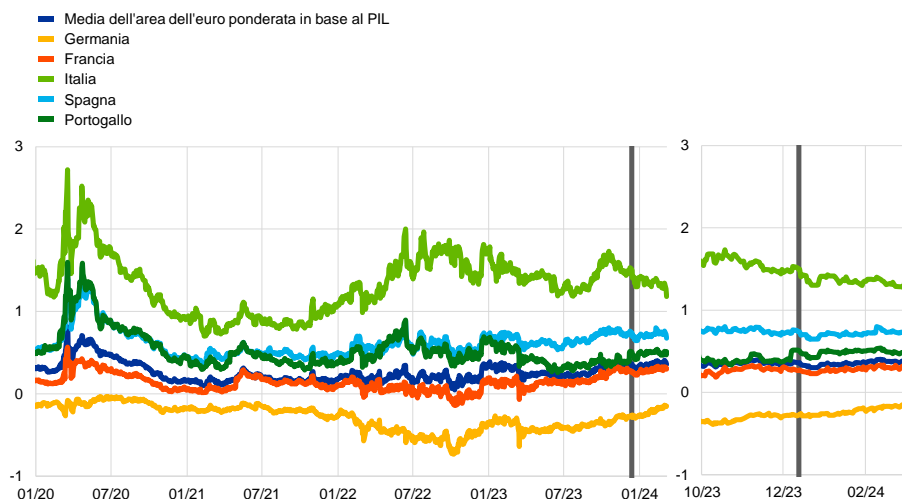
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2024.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro si sono mossi di pari passo con i tassi privi di rischio, con differenziali pressoché invariati (cfr. il grafico 17). Alla fine del periodo in esame, il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato per il PIL ha registrato un incremento di circa 11 punti base, collocandosi a circa il 2,8 per cento, determinando solo un lieve aumento del suo differenziale rispetto al tasso OIS basato sull'€STR. I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei vari paesi si sono ridotti, in quanto alcuni dei titoli di Stato con rendimento più alto hanno registrato una diminuzione dei differenziali e il rendimento dei titoli sovrani tedeschi ha ridotto il proprio differenziale negativo rispetto al tasso OIS. Il periodo in esame è stato caratterizzato dalla capacità di tenuta del mercato dei titoli di Stato, con maggiori volumi di emissioni ben assorbite dagli investitori privati.

Grafico 17

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 (14 dicembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2024.

I differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento si sono significativamente ridotti in presenza di una maggiore propensione al rischio.

Nel periodo in esame i differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento sono diminuiti significativamente, di circa 37 punti base, in particolare dopo la fine dell'anno. Il calo è stato più marcato per le società finanziarie che per quelle non finanziarie (SNF). I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade), per contro, hanno evidenziato solo oscillazioni moderate, rimanendo sostanzialmente invariati. In un'ottica di più lungo periodo, gli attuali livelli dei differenziali sulle obbligazioni societarie permangono su livelli storicamente bassi, con particolare riferimento alle obbligazioni ad alto rendimento, collocandosi circa 50 punti base al di sotto dei livelli rilevati a dicembre 2021, dopo un rialzo di circa 250 punti base al di sopra di tali livelli nel corso del 2022.

I differenziali più bassi hanno contribuito a contenere l'aumento del costo del debito sul mercato in presenza di consistenti e rapidi aumenti dei tassi privi di rischio.

I corsi azionari dell'area dell'euro si sono rafforzati, sostenuti da una propensione favorevole da parte degli investitori, nonostante ulteriori revisioni al ribasso degli utili attesi e tassi di sconto lievemente più elevati (cfr. il grafico 18).

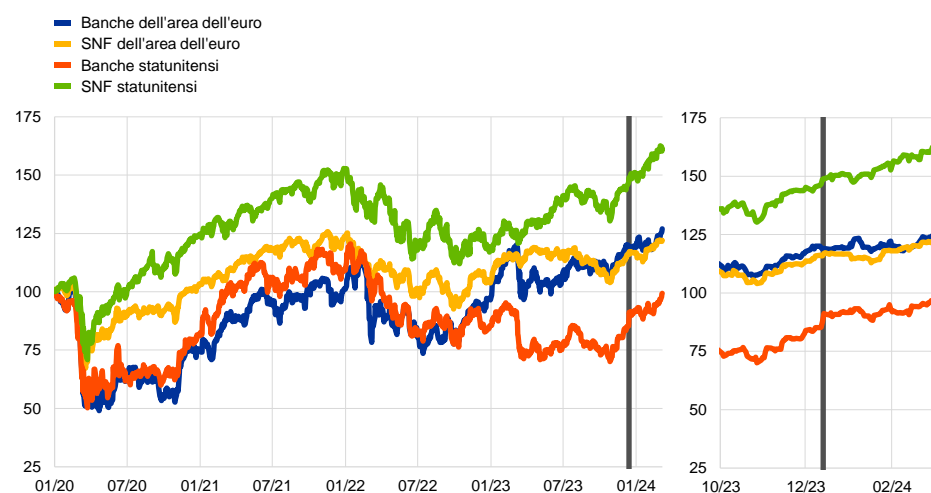
Nel periodo in esame l'indice generale del mercato azionario dell'area dell'euro è aumentato, sebbene in misura inferiore rispetto a quello statunitense. I due indici sono saliti rispettivamente di circa il 6 e l'8 per cento e nel corso del 2024 gli utili nominali nell'area dell'euro dovrebbero aumentare in misura significativamente inferiore rispetto a quella negli Stati Uniti. Le performance più deboli nell'area dell'euro, non solo nel periodo in esame, ma anche dopo il livello minimo raggiunto alla fine di ottobre, sono state relativamente ampie, con un incremento sia della capitalizzazione di mercato sia degli indici equiponderati inferiore rispetto all'andamento negli Stati Uniti. Sebbene i corsi azionari delle

società finanziarie siano aumentati a tassi analoghi su entrambe le sponde dell'Atlantico, il settore non finanziario dell'area dell'euro ha registrato risultati inferiori rispetto a quelli osservati negli Stati Uniti. I corsi azionari dell'area dell'euro sono stati sostenuti da premi per il rischio azionario più contenuti, che hanno ampiamente compensato la revisione al ribasso delle previsioni sugli utili e i tassi di sconto più elevati.

Grafico 18

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 (14 dicembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 6 marzo 2024.

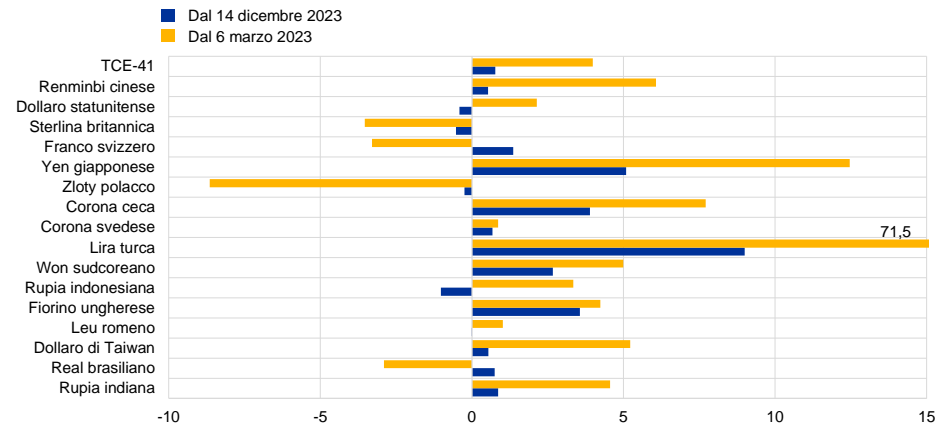
Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente apprezzato su base ponderata per l'interscambio, ma si è leggermente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (cfr. il grafico 19). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro (TCE), misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,8 per cento. Il lieve apprezzamento dell'euro riflette i guadagni rispetto alle divise di diverse economie avanzate (ad esempio, del 5 per cento sullo yen giapponese), alle economie emergenti e agli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro. Per contro, l'euro si è lievemente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (dello 0,4 per cento), in presenza di oscillazioni all'interno del periodo, riflettendo principalmente il mutare delle aspettative degli operatori di mercato per quanto riguarda la relativa forza economica e i tassi di riferimento. Nel periodo compreso tra la metà di dicembre e la fine dell'anno l'euro si è apprezzato rispetto al dollaro statunitense, in quanto gli operatori di mercato hanno interpretato la riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) di dicembre come un punto di svolta verso un orientamento di politica monetaria meno restrittivo, mentre la maggiore propensione al rischio ha pesato sul dollaro. Dall'inizio del 2024 l'euro si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense, rispecchiando la maggiore capacità di tenuta dell'economia degli Stati Uniti rispetto a quella dell'area dell'euro, e gli operatori di mercato hanno abbassato le aspettative di un'imminente riduzione dei tassi negli Stati Uniti a seguito dell'annuncio più cauto del Federal Reserve System in occasione della riunione di

gennaio del FOMC. Tale interpretazione è stata ulteriormente avvalorata dalla robustezza dei dati sul mercato del lavoro negli Stati Uniti e dall'indice dei prezzi al consumo statunitense, superiore alle attese, registrato a febbraio.

Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 6 marzo 2024.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

Dopo il calo registrato nel quarto trimestre del 2023, a gennaio i costi composti della provvista bancaria sono tornati a salire, rimanendo su un livello storicamente elevato. Nel periodo in esame, compreso tra il 14 dicembre 2023 e il 6 marzo 2024, il costo del debito emesso sul mercato per le società non finanziarie (SNF) è lievemente aumentato, mentre il costo del capitale di rischio è diminuito in misura marginale. I tassi sul credito bancario alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono leggermente diminuiti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) si è mantenuto prossimo allo zero per effetto degli elevati costi opportunità, dei prestiti stagnanti e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema.

I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro si sono mantenuti su un livello storicamente elevato, nonostante il calo dei rendimenti obbligazionari.

A gennaio 2024 il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro ha registrato un ulteriore lieve aumento, in presenza di una notevole eterogeneità tra paesi, dopo essere diminuito rispetto al livello massimo raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 20).

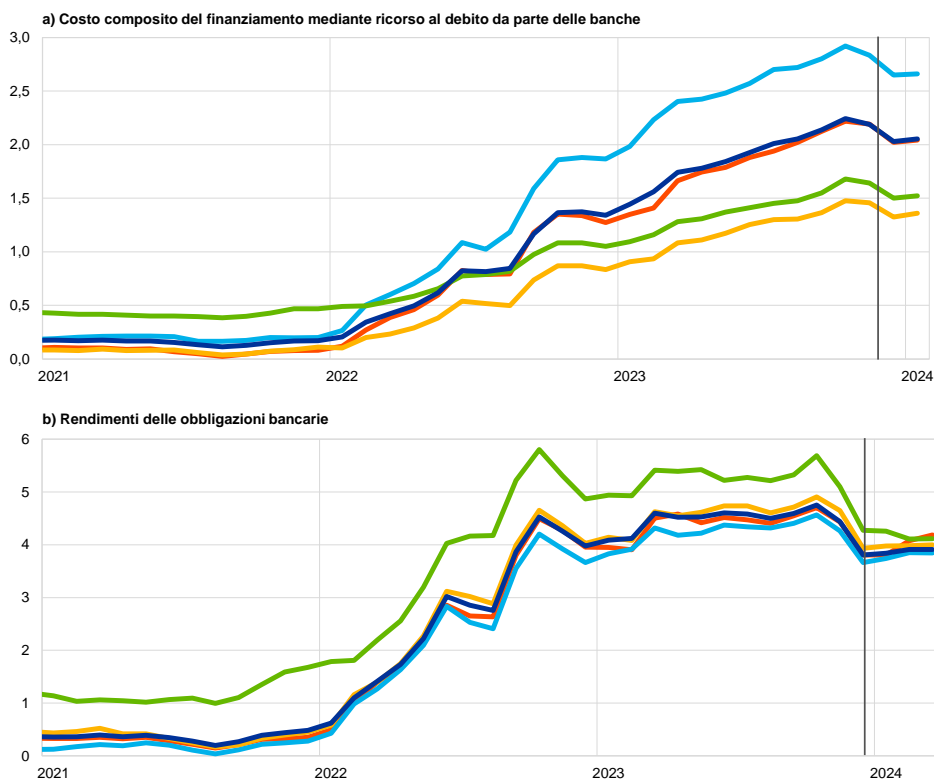
I rendimenti delle obbligazioni bancarie, dopo essere diminuiti significativamente nel quarto trimestre del 2023, sono risaliti nel primo trimestre del 2024 (cfr. il pannello b) del grafico 20), riflettendo variazioni analoghe a quelle osservate per la curva dei tassi privi di rischio (cfr. la sezione 4). A gennaio 2024 i tassi (aggregati) sui depositi, che rappresentano la maggior parte dei costi della provvista bancaria, sono ulteriormente aumentati, con alcune variazioni tra strumenti e settori. A gennaio i tassi sui depositi a vista sono aumentati in misura modesta, mentre quelli sui depositi a termine sono diminuiti, determinando un lieve restringimento dell'ampio differenziale tra i due tipi di depositi. L'intensificarsi della concorrenza fra le banche per la raccolta di depositi della clientela ha determinato un rialzo dei costi di finanziamento mediante depositi sostenuti dalle banche. Per quanto riguarda gli istituti di credito al dettaglio, che dipendono in misura elevata dalla raccolta di depositi, i costi hanno continuato a salire a causa delle persistenti pressioni al rialzo derivanti dalla debolezza dei volumi dei depositi aggregati. Per contro, le banche che ricorrono al finanziamento all'ingrosso hanno beneficiato in misura maggiore della diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni bancarie osservata nel quarto trimestre del 2023, sebbene abbiano anche subito un aumento maggiore e più rapido dei costi di finanziamento mediante depositi nelle prime fasi del ciclo di inasprimento. Nel complesso, la composizione delle passività delle banche ha continuato a orientarsi verso fonti di finanziamento più costose. Inoltre, la liquidità è stata automaticamente drenata dal sistema finanziario, giacché il bilancio dell'Eurosistema ha continuato a normalizzarsi.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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 sui nuovi depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. La linea verticale grigia nei pannelli a) e b) indica il 31 ottobre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 6 marzo 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

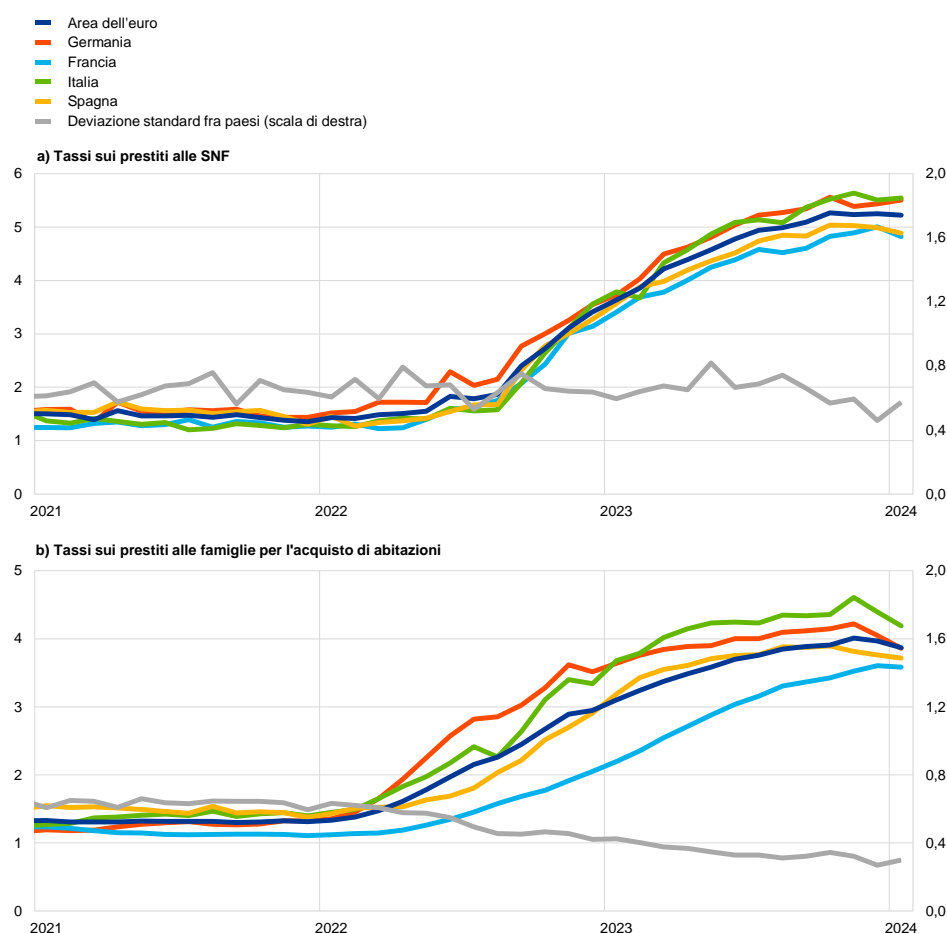
A gennaio 2024 i tassi sul credito bancario alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati, mentre i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti. I tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie nei paesi dell'area dell'euro hanno cominciato ad aumentare in maniera decisa all'inizio del 2022 e, a partire da novembre 2023, hanno mostrato segni di stabilizzazione su tali livelli elevati (cfr. il grafico 21). A gennaio 2024 i tassi sui prestiti alle imprese si collocavano al 5,22 per cento, rispetto al 5,25 osservato a dicembre 2023, mentre i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno registrato una modesta riduzione, collocandosi al 3,87 per cento a gennaio, rispetto al 3,97 di dicembre. Il calo è stato generalizzato nei maggiori paesi dell'area dell'euro ed è stato più marcato per i prestiti con periodi di determinazione a medio e a più lungo termine. Le variazioni dell'entità di tale calo hanno contribuito a ridurre la dispersione dei tassi sui prestiti. Al tempo stesso, a gennaio i tassi bancari sui nuovi prestiti alle famiglie per consumo, scoperti di conto e credito al consumo hanno continuato ad aumentare. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e

famiglie è rimasta su livelli contenuti (cfr. il grafico 21), suggerendo un'ordinata trasmissione della politica monetaria nei paesi dell'area dell'euro. Nell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) della BCE di gennaio 2024 un numero maggiore di famiglie, in particolare nella fascia dei quintili di reddito più bassi, ha segnalato di attendersi difficoltà nel far fronte ai pagamenti del mutuo per i prossimi tre mesi, per effetto della trasmissione dei tassi più elevati sui prestiti bancari agli importi dei prestiti in essere per l'acquisto di abitazioni e dell'aumento dei costi di servizio del debito.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

I dati giornalieri relativi al periodo di riferimento (dal 14 dicembre 2023 al 6 marzo 2024) mostrano che il costo per le SNF del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è lievemente aumentato, mentre il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è diminuito in misura marginale.

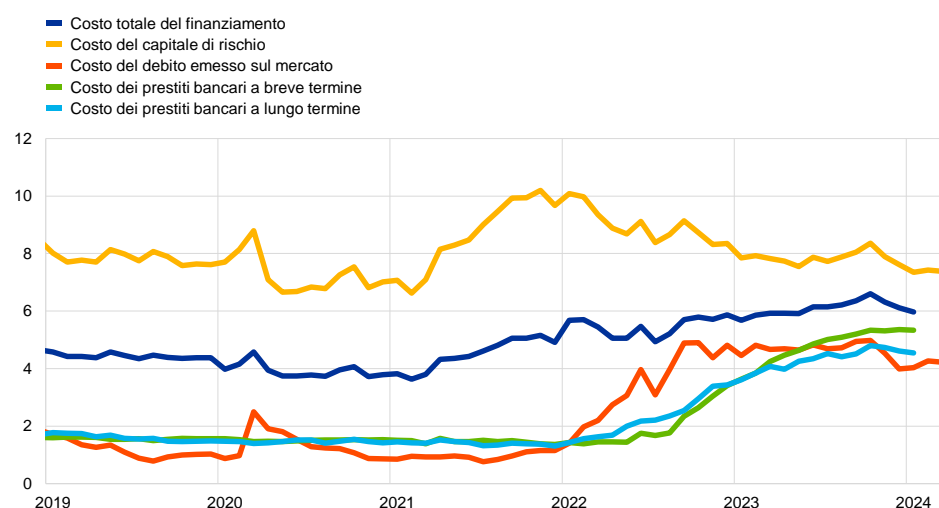
In base ai dati mensili, a gennaio 2024 il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è significativamente sceso dal massimo pluriennale raggiunto

a ottobre 2023, collocandosi al 6,0 per cento, vale a dire 10 punti base al di sotto del livello registrato a dicembre (cfr. il grafico 22)¹². Ciò è riconducibile principalmente al calo del costo del finanziamento mediante capitale di rischio, in quanto nessuna delle altre componenti di costo ha subito variazioni significative. In base ai dati giornalieri, il costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato è aumentato nel periodo in esame a causa di un incremento del tasso privo di rischio che non è stato interamente compensato da una riduzione dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF nei segmenti ad alto rendimento. Nel contempo, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è leggermente diminuito, riflettendo una riduzione del premio per il rischio azionario che ha superato l'aumento del tasso privo di rischio citato sopra (approssimato dal tasso overnight index swap a dieci anni) (cfr. la sezione 4).

Grafico 22

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Thomson Reuters 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 (dati medi mensili), di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 6 marzo 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo totale del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a gennaio 2024 (dati mensili).

A gennaio 2024 i prestiti bancari a imprese e famiglie si sono stabilizzati su livelli bassi, in presenza di tassi elevati sui prestiti bancari, una domanda di prestiti modesta e rigidità dei criteri di concessione del credito. La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è scesa dallo 0,5 per cento di dicembre 2023 allo 0,2 a gennaio 2024, (cfr. il pannello a) del grafico 23), in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi. Allo stesso tempo, la volatilità è in aumento, come dimostra la forte contrazione dei prestiti a breve termine osservata a gennaio, che ha invertito un aumento di entità analoga nei due mesi precedenti. Nel complesso, la perdurante debolezza della crescita dei prestiti rimane in linea con la dinamica del credito stagnante osservata dall'inizio del 2023, per effetto della

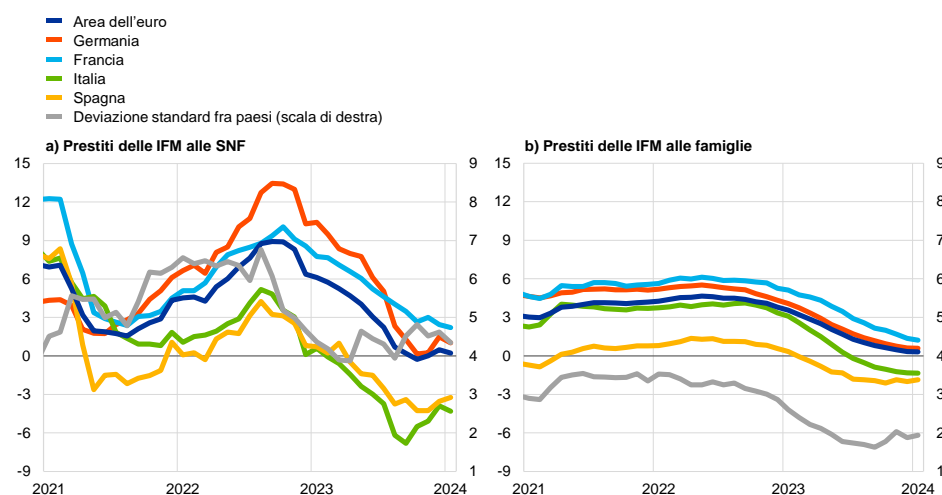
¹² A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a gennaio 2024.

debole domanda aggregata, della rigidità dei criteri di concessione del credito e dell'orientamento restrittivo della politica monetaria. A gennaio 2024 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso allo 0,3 per cento dallo 0,4 di dicembre 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 23), in un contesto di prospettive negative del mercato immobiliare, di un lieve inasprimento dei criteri per la concessione del credito e di un aumento dei tassi sui prestiti. Il calo è riconducibile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni e ai prestiti alle imprese individuali (ossia quelle piccole e senza personalità giuridica), mentre la crescita dei prestiti al consumo è rimasta stabile, principalmente a causa della domanda proveniente dai quintili di reddito più bassi riflessa nell'aumento delle richieste di prestiti rifiutate. I risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) della BCE di gennaio 2024 indicano, inoltre, che un'ampia percentuale netta degli intervistati ha segnalato di aver percepito un inasprimento dei criteri di concessione del credito e di attendersi che diventi più difficile ottenere prestiti per l'acquisto di abitazioni nel corso dei prossimi dodici mesi.

Grafico 23

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



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. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

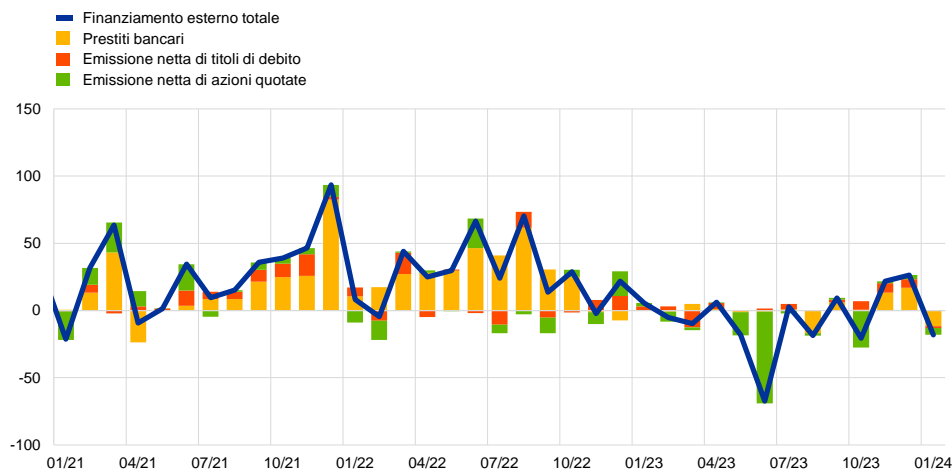
La crescita del finanziamento esterno netto delle imprese dell'area dell'euro è rimasta debole nel quarto trimestre del 2023 e a gennaio 2024, di riflesso ai bassi livelli di finanziamento mediante ricorso al debito.

Sebbene il tasso di crescita sui dodici mesi del finanziamento esterno netto sia aumentato, dal -0,9 per cento di ottobre 2023 allo 0,8 di gennaio 2024, il flusso mensile è tornato negativo a gennaio (cfr. il grafico 24). A differenza dei precedenti episodi di debole dinamica dei prestiti, l'emissione di obbligazioni societarie non ha compensato il calo complessivo dei prestiti bancari. A gennaio la domanda di prestiti da parte delle imprese ha riguardato principalmente quelli con scadenze a breve termine, mentre i prestiti a più lungo termine sono stati sostituiti da obbligazioni societarie. Inoltre, le emissioni di azioni quotate sono rimaste relativamente modeste.

Grafico 24

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

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

Note: il finanziamento esterno netto è pari alla somma di prestiti delle banche (prestiti delle IFM), emissione netta di titoli di debito ed emissione netta di azioni quotate. I dati sui prestiti delle IFM sono corretti per effetto di cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

A gennaio 2024 le imprese e le famiglie hanno continuato a riallocare i depositi a vista a favore dei depositi a termine.

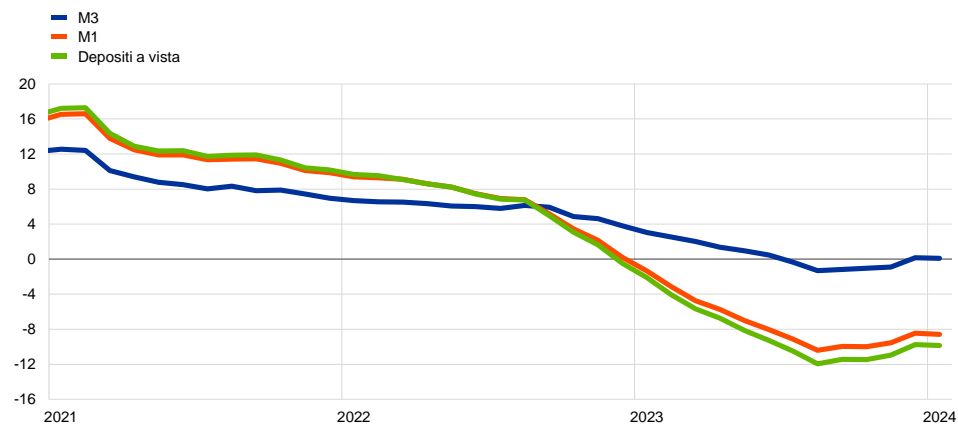
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista ha continuato a contrarsi, collocandosi al -9,9 per cento a gennaio 2024, in calo dal -9,7 di dicembre 2023 (cfr. il grafico 25). La forte preferenza per i depositi a termine è riconducibile all'ampio differenziale tra i tassi su tali depositi e quelli sui depositi a vista e riflette gli ampi costi opportunità di detenere strumenti altamente liquidi¹³. A gennaio i tassi offerti alle imprese sui depositi a termine sono stati prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale e sono rimasti superiori a quelli offerti alle famiglie. Per quanto riguarda le famiglie, si è osservato un ulteriore ingente spostamento mensile dai depositi a vista verso quelli a termine, mentre il ritmo a cui le imprese hanno riequilibrato questi due strumenti ha registrato una ripresa rispetto al notevole rallentamento osservato nel quarto trimestre del 2023.

¹³ In linea con i precedenti cicli di inasprimento, i tassi di interesse sui depositi a vista si sono adeguati più lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto a quelli sui depositi a termine. Cfr. anche il riquadro 8 *Dinamica monetaria durante il ciclo restrittivo* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

Grafico 25

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

A gennaio 2024 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è mantenuto prossimo allo zero, per effetto degli elevati costi opportunità, dei prestiti stagnanti e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema. La crescita di M3 nell'area dell'euro è leggermente diminuita, collocandosi allo 0,1 per cento a gennaio 2024, in calo rispetto allo 0,2 di dicembre 2023 (cfr. il grafico 25). A gennaio, la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività liquide di M3, è scesa lievemente, collocandosi a -8,6 per cento rispetto al -8,5 di dicembre. Dopo un afflusso relativamente elevato nel quarto trimestre del 2023, M3 ha registrato un consistente deflusso mensile a gennaio, in presenza di un aumento della volatilità e di riallocazioni di portafoglio a scapito di M3, che hanno rafforzato la debole dinamica monetaria. Il deflusso di gennaio ha rispecchiato la parziale inversione degli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche a dicembre, cui ha corrisposto l'aumento dei titoli di Stato in possesso del settore detentore di moneta e la rinnovata emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine in vista dell'imminente rimborso delle OMRLT di marzo 2024. Tali deflussi sono stati in parte compensati da afflussi più ampi provenienti dall'estero, che riflettono un consistente avanzo di conto corrente in un contesto di importazioni deboli e il maggiore interesse degli investitori stranieri per i titoli dell'area dell'euro. La riduzione del bilancio dell'Eurosistema, inoltre, ha continuato a esercitare un effetto di contrazione sulla creazione di moneta, unitamente ai prestiti stagnanti al settore privato.

6 Andamenti della finanza pubblica

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE a marzo 2024, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro registrerà un moderato miglioramento, fino al 2,9 per cento del PIL, nel 2024, ma solo marginale in seguito, stabilizzandosi al 2,8 per cento nel 2025 e nel 2026. Si prevede pertanto che la graduale riduzione del disavanzo di bilancio registrata a partire dal picco della pandemia si arresti, se non addirittura che il disavanzo aumenti lievemente. Sostanzialmente in linea con questi andamenti, l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe inasprirsi in misura significativa nel 2024, ma rimanere sostanzialmente neutrale in seguito. Tale intonazione restrittiva delle politiche di bilancio rispecchia il fatto che i governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno legate all'energia. Poiché tale inasprimento non dovrebbe continuare oltre il 2024, il rapporto tra debito e PIL dell'area dell'euro dovrebbe rimanere elevato, aumentando marginalmente nell'orizzonte di proiezione, dall'88,3 per cento stimato per il 2023 a circa l'88,6 nel 2026. Il 21 febbraio 2024 la Commissione ha pubblicato la valutazione intermedia del Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF). Sebbene siano stati messi in evidenza alcuni progressi compiuti, rimane importante accelerare l'attuazione del programma Next Generation EU (NGEU) per sfruttarne appieno il potenziale. A seguito del recente accordo politico provvisorio fra il Consiglio Ecofin e il Parlamento europeo in merito alla riforma del quadro di governance economica dell'UE, il relativo processo legislativo andrebbe concluso in tempi rapidi, in modo da poter dare pronta attuazione alle nuove regole.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a marzo 2024 dagli esperti della BCE, nell'area dell'euro il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche migliorerà moderatamente nel 2024, ma solo in misura marginale nel 2025¹⁴. Il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro, secondo le proiezioni,

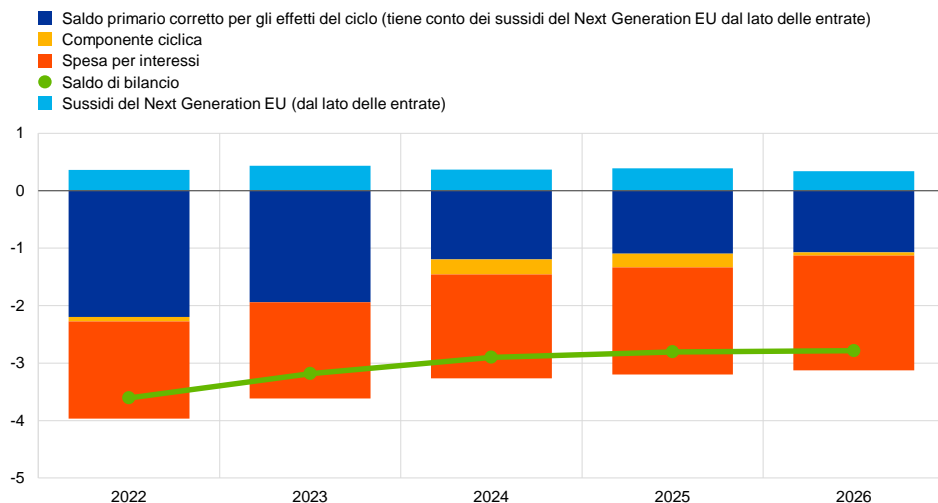
dovrebbe scendere al 3,2 per cento del PIL nel 2023, dal 3,6 del 2022, per poi proseguire la flessione fino al 2,9 per cento del PIL nel 2024 e nel 2025 raggiungere il 2,8, dove si manterrà stabile nel 2026 (cfr. il grafico 26). L'andamento previsto riflette principalmente un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo meno negativo nel 2024 e, in misura minore, anche nel 2025. I più contenuti disavanzi primari sono compensati solo in parte dall'aumento della spesa per interessi, giacché la trasmissione dei passati aumenti dei tassi di interesse sarà graduale, grazie alle vite residue relativamente lunghe dei debiti sovrani, la cui media nell'area dell'euro si colloca attualmente appena al di sotto degli 8 anni (in crescita dai 6,5 anni nel 2015). Nel 2024 il calo del disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo è a sua volta determinato, in larga parte, dal ridimensionamento delle misure di sostegno di bilancio adottate dai governi, dovuto all'attenuarsi dell'inflazione elevata e dello shock legato all'energia. Attualmente si stima che, a livello dell'area dell'euro, tali misure ammonterebbero all'1,3 per cento del PIL nel 2023, riducendosi significativamente fino allo 0,4 per cento del PIL nel 2024, per poi ulteriormente raggiungere circa lo 0,2 per cento nel 2025 e 2026.

¹⁴ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024*, pubblicate sul sito della BCE il 7 marzo 2024.

Grafico 26

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



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

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio è stato rivisto lievemente al ribasso, di 0,1 punti percentuali all'anno, per il 2023, il 2024 e il 2025 e di 0,2 punti percentuali per il 2026. Ciò è attribuibile alle revisioni al ribasso della componente ciclica nell'intero orizzonte temporale di proiezione (comprese tra 0,1 e 0,2 punti percentuali all'anno), in parte compensate da correzioni al ribasso della spesa per interessi, dovute a condizioni di finanziamento più favorevoli.

L'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe diventare notevolmente più restrittiva nel 2024, ma rimanere sostanzialmente neutrale in seguito¹⁵. La variazione annua del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, al netto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU, indica un significativo inasprimento complessivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2023 e 2024, con la graduale revoca di gran parte delle misure di sostegno introdotte nel 2022 per far fronte agli shock energetico e inflazionistico. Negli ultimi anni dell'orizzonte di previsione, 2025 e 2026, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe mantenersi sostanzialmente neutrale. Nonostante l'attuale allentamento delle misure di sostegno legate all'energia, il livello del sostegno di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe confermarsi in larga misura accomodante nell'intero orizzonte temporale di proiezione, dato che il saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo resta ben al di sotto del livello

¹⁵ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Nel presente documento è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

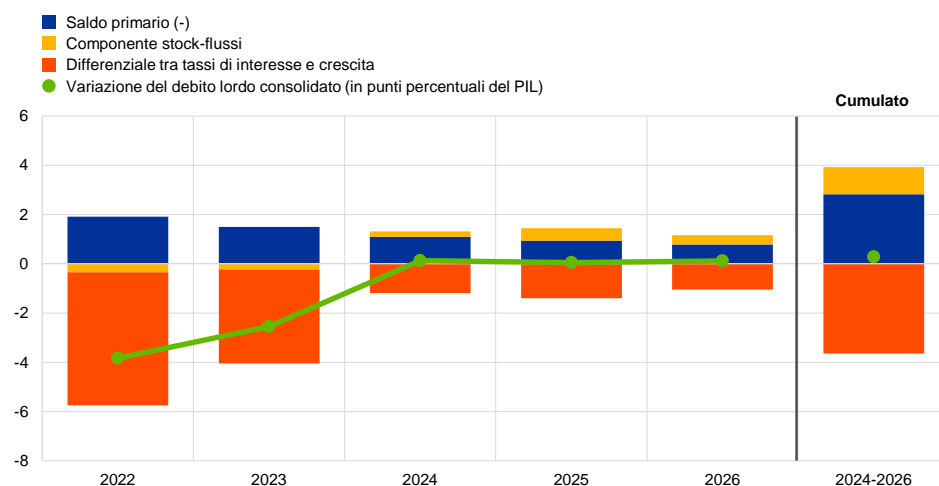
precedente la pandemia, a causa delle misure espansive adottate durante la crisi che, fino ad oggi, si sono dimostrate durature.

Secondo le proiezioni, il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe rimanere al di sopra del livello precedente la pandemia e addirittura aumentare lievemente nell'orizzonte temporale di proiezione, dall'88,3 per cento, stimato per il 2023, all'88,6 nel 2026. Durante la pandemia il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato significativamente, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, ma da allora è gradualmente diminuito. Tuttavia, tale tendenza al miglioramento sembra essersi arrestata e il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe invece aumentare marginalmente nell'orizzonte temporale di proiezione, sospinto dai disavanzi primari e dai valori positivi della componente stock-flussi attesi, compensati solo in parte da differenziali ancora negativi tra tassi di interesse e crescita del PIL nominale (cfr. il grafico 27).

Grafico 27

Determinanti della variazione del debito delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



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

Nota: i dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

È importante che i governi compiano rapidi progressi sia nell'attuazione del Next Generation EU sia nella riforma del quadro di governance economica dell'UE. Il 21 febbraio 2024 la Commissione ha pubblicato la [valutazione intermedia del Dispositivo per la ripresa e la resilienza](#). Pur evidenziando alcuni progressi nell'attuazione del programma Next Generation EU, la valutazione riconosce anche che finora vi sono stati ritardi negli esborsi e negli investimenti, che hanno comportato un impatto positivo sulla crescita significativamente inferiore rispetto a quanto previsto all'inizio. È ora fondamentale accelerare l'attuazione del programma per sfruttare appieno il suo potenziale. Infine, a seguito del recente accordo politico provvisorio fra il Consiglio Ecofin e il Parlamento europeo in merito alla riforma del quadro di governance economica dell'UE, il relativo processo legislativo andrebbe concluso in tempi rapidi, in modo da poter dare pronta attuazione alle nuove regole.

Riquadri

1 La speculazione sui prezzi del petrolio e del gas in tempi di rischi geopolitici

a cura di Livia Chițu, Massimo Ferrari Minesso e Ana-Simona Manu

Le ampie variazioni dei corsi del petrolio e del gas, unitamente all'aumento della volatilità dei prezzi nel contesto della pandemia, della guerra in Ucraina e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, hanno sollevato interrogativi circa l'incidenza della speculazione sui prezzi del petrolio e del gas. I prezzi del petrolio e del gas sono aumentati significativamente dalla fine della pandemia, con una volatilità su vasta scala osservata durante la ripresa post-pandemica. Più di recente, gli attacchi terroristici in Israele e l'acuirsi delle tensioni nel Mar Rosso hanno innescato rinnovati timori di un'accresciuta volatilità dei prezzi che, sebbene in misura più contenuta rispetto alla ripresa post-pandemica, hanno esercitato pressioni al rialzo sui prezzi del Brent (cfr. il pannello a) del grafico A)¹. Tuttavia, nella situazione attuale, le pressioni al rialzo sui prezzi del petrolio esercitate dalle tensioni geopolitiche e dai tagli dell'OPEC+ sono compensate dalla debolezza della domanda e dall'aumento della produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC. Sebbene abbiano reagito anch'essi alle recenti tensioni geopolitiche, i prezzi del gas sono rimasti ben al di sotto dei livelli registrati nel 2022. In questo contesto, l'attenzione è stata rivolta alla comprensione dei fattori che determinano i prezzi del petrolio e del gas. Di particolare interesse è valutare se tali prezzi riflettano principalmente fattori fondamentali (ossia l'offerta e la domanda mondiali di petrolio e gas) oppure una pluralità di fattori non fondamentali legati al posizionamento speculativo. L'argomento è ampiamente dibattuto da oltre vent'anni e alcuni osservatori individuano nella speculazione e nella finanziarizzazione dei mercati delle materie prime i principali fattori all'origine dei picchi dei prezzi del petrolio. Gli studi accademici, tuttavia, non riscontrano in genere prove solide del fatto che la speculazione finanziaria svolga un ruolo importante².

¹ Per una stima della reazione dei corsi petroliferi agli shock geopolitici, cfr. il riquadro 2 [Rischio geopolitico e prezzi del petrolio](#) nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

² Cfr., ad esempio, Kilian, L., "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, vol. 99, n. 3, 2009, pagg. 1053-1069, e Vansteenkiste, I., "What is driving oil futures prices? Fundamentals versus speculation", *Working Paper Series*, n. 1371, BCE, 2011.

Grafico A

Andamento dei prezzi del petrolio e del gas ed eventi chiave

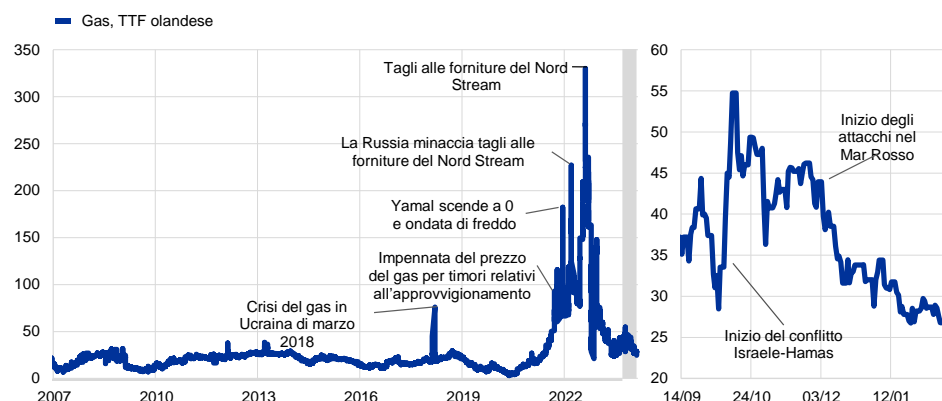
a) Prezzi del petrolio

(USD/barile)



b) Prezzi del gas

(euro/MWh)



Fonti: LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il Title Transfer Facility (TTF) olandese è il prezzo di riferimento europeo per il gas naturale. L'area ombreggiata corrisponde al pannello di destra. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 febbraio 2024.

Le metriche di mercato indicano in generale che la speculazione svolge un ruolo limitato al di là delle esigenze di copertura.

L'incidenza della speculazione può essere misurata costruendo indici di speculazione per i mercati del petrolio e del gas utilizzando l'“indice T di Working”. Avvalendosi dei dati sulle posizioni nel mercato statunitense dei future ricavati dalla relazione Commitments of Traders (COT) della Commodity Futures Trading Commission (CFTC), l'indice misura la speculazione come l'ammontare di contratti future detenuti da operatori non commerciali (che funge da proxy per gli speculatori) in eccesso rispetto a quanto è necessario per bilanciare le posizioni di copertura detenute dagli operatori commerciali (misurate dall'ente segnalante)³. I valori superiori a uno indicano che gli operatori detengono più contratti di quanto necessario per coprire il rischio di mercato. La speculazione potrebbe amplificare le oscillazioni dei prezzi (al rialzo o al

³ Gli enti segnalanti definiscono le posizioni come speculative o di copertura sulla base del contratto sottostante e della controparte interessata. È importante notare che i dati presentano diverse limitazioni, ad esempio il fatto che la CFTC classifica le posizioni per tipologia di soggetto (commerciale o non commerciale) e non per attività di negoziazione (speculazione oppure copertura). Cfr. anche Vansteenkiste, I., op. cit., per un uso analogo dei dati della CFTC e delle applicazioni dell'indice T di Working.

ribasso) a seconda della posizione assunta dagli investitori; l'impatto medio delle attività speculative nel campione viene esaminato nella seconda parte del presente riquadro. Guardando indietro nel tempo, l'indice del petrolio è rimasto stabile fino a circa la fine del 2002, con una media prossima a 1. Esso è poi aumentato costantemente fino al 2010 circa, e ancora una volta nel 2015, fino a raggiungere un picco di quasi 1,3, per poi diminuire (cfr. il pannello a) del grafico B)⁴. Nel complesso, la correlazione tra l'indice di speculazione e il prezzo del petrolio sembra essere limitata.

Negli ultimi anni gli indici di speculazione sul mercato del gas sono rimasti sostanzialmente stabili sia negli Stati Uniti sia in Europa. Poiché i mercati del gas sono meno integrati a livello mondiale rispetto a quelli del petrolio, si opera un'ulteriore distinzione tra il mercato statunitense e quello europeo, basata sui dati della CFTC per gli Stati Uniti e su informazioni fornite dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority, ESMA) per le dinamiche europee. L'analisi suggerisce che le attività speculative in eccesso rispetto alle esigenze di copertura sono storicamente più elevate in Europa che negli Stati Uniti (cfr. il pannello b) del grafico B)⁵. In una prospettiva europea, l'indice di speculazione sul gas è aumentato a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, pur rimanendo relativamente stabile quando i prezzi del gas hanno nuovamente registrato un'impennata nell'estate del 2022. La correlazione tra l'indice di speculazione e il prezzo del gas sembra essere nel complesso limitata, con il disaccoppiamento delle serie rilevato negli ultimi mesi.

⁴ Va osservato che, mentre l'indice di speculazione è aumentato nel 2015, i prezzi del petrolio sono diminuiti a causa di un eccesso della quantità disponibile dovuto a un periodo di domanda debole e a un boom di offerta conseguente all'elevata produzione statunitense di scisto e alla revoca delle quote di esportazione da parte dell'OPEC; cfr. Baumeister, C. e Kilian, L., "Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 30, n. 1, 2016, pagg. 139-160.

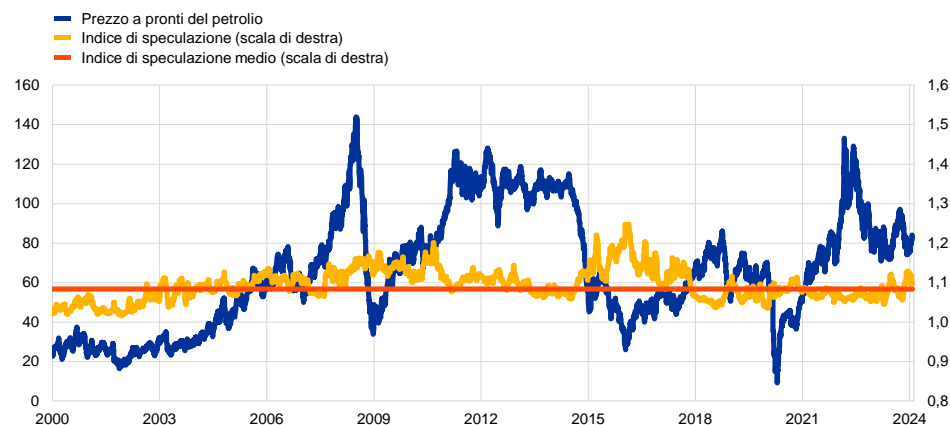
⁵ La copertura temporale dell'ESMA è tuttavia molto più breve, poiché i dati sono stati raccolti solo dopo il 2018.

Grafico B

Indici di speculazione nei mercati del petrolio e del gas

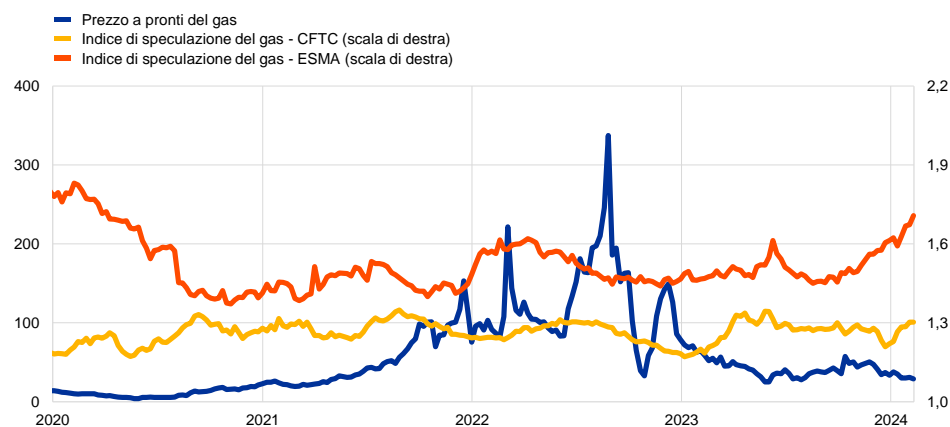
a) Prezzo a pronti del petrolio e indice di speculazione del petrolio basato sui dati della CFTC

(scala di sinistra: USD/barile; scala di destra: valore percentuale)



b) Indice dei prezzi a pronti del gas e indice di speculazione del gas

(scala di sinistra: euro/MWh; scala di destra: valore percentuale)



Fonti: CFTC, ESMA, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: pannello a): il limite inferiore dell'indice è l'unità. I valori più elevati indicano un maggior numero di posizioni aperte non commerciali (speculative) rispetto alle posizioni commerciali (di copertura). Nella misura in cui le posizioni assunte dalle imprese non commerciali non compensano quelle assunte dalle imprese commerciali, l'entità di tale squilibrio è indicativa di posizioni speculative in eccesso rispetto alle esigenze di copertura. L'indice di speculazione medio è calcolato a partire dal 1995. Pannello b): l'indice di speculazione del gas basato sui dati della CFTC è costruito sui dati statunitensi, mentre quello basato sui dati dell'ESMA fotografa la speculazione sul mercato europeo del gas. Le ultime osservazioni si riferiscono al 15 febbraio 2024 per il pannello a) (dati giornalieri) e al 9 febbraio 2024 per il pannello b) (dati settimanali).

Un'indagine empirica sul legame tra prezzi del petrolio e speculazione mostra solo evidenze limitate del fatto che quest'ultima incida sulla trasmissione degli shock strutturali della domanda o dell'offerta ai corsi petroliferi. L'indagine empirica sul ruolo svolto dalla speculazione nella formazione dei prezzi dell'energia si concentra sul mercato del petrolio, giacché i prezzi del gas sono maggiormente influenzati da fattori regionali⁶. L'idea di base consiste nell'utilizzare un modello strutturale per individuare variazioni nell'andamento dei corsi petroliferi (shock al prezzo del petrolio) non previste dagli operatori di mercato. Ciò può aiutare a

⁶ Il quadro empirico qui utilizzato è di impronta analoga a quello descritto in Altmeyer, P., Boneva, L., Kinston, R., Saha, S. e Stoja, E., "Yield curve sensitivity to investor positioning around economic shocks", *Staff Working Papers*, n. 1029, Bank of England, 2023.

valutare se il posizionamento speculativo da parte degli investitori influenzi significativamente la dinamica dei corsi petroliferi in presenza di shock. Ad esempio, di fronte a uno shock strutturale che provochi un aumento inatteso dei corsi petroliferi, gli investitori eccessivamente esposti ai prezzi del petrolio potrebbero ribilanciare il proprio portafoglio, amplificando l'effetto dello shock. Al tempo stesso, gli investitori che detengono posizioni suscettibili, nell'ipotesi di un aumento inatteso del prezzo del petrolio, di generare guadagni potrebbero chiudere le proprie posizioni per realizzare le plusvalenze, attenuando così l'effetto dello shock strutturale. Questa ipotesi può essere testata tramite una regressione delle variazioni dei corsi petroliferi sugli shock strutturali, condizionata al livello di posizionamento degli investitori nei mercati petroliferi (cfr. il pannello a) del grafico C)⁷. Le stime empiriche mostrano differenze limitate nella reazione del prezzo del petrolio quando il livello della speculazione è più elevato⁸. Per i prezzi a pronti del greggio, l'elasticità a uno shock standardizzato dell'offerta di petrolio aumenta da 1,6 quando il livello dei contratti speculativi è basso, a circa 1,8 quando le posizioni lunghe nette degli investitori sono elevate. Tali stime non sono statisticamente diverse l'una dall'altra, giacché gli intervalli di confidenza si sovrappongono in modo significativo. Le differenze sono ancora meno marcate se si considerano i contratti future sul petrolio perché, in questo caso, gli investitori avversi al rischio che detengono posizioni lunghe realizzano un profitto per aver correttamente previsto l'aumento dei corsi petroliferi. La liquidazione di tali posizioni attenuerà l'effetto dello shock strutturale sui prezzi del petrolio. Nel complesso, si è riscontrato che la speculazione non svolge un ruolo determinante nell'amplificare la trasmissione degli shock strutturali ai prezzi a pronti e dei future del petrolio, coerentemente con i risultati degli studi accademici menzionati in precedenza.

⁷ Nello specifico, la regressione dei prezzi del petrolio è effettuata sull'interazione tra gli shock giornalieri dell'offerta di petrolio e l'indice di speculazione petrolifera o il livello delle posizioni non commerciali. Gli shock petroliferi giornalieri sono tratti da Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G., "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, di prossima pubblicazione.

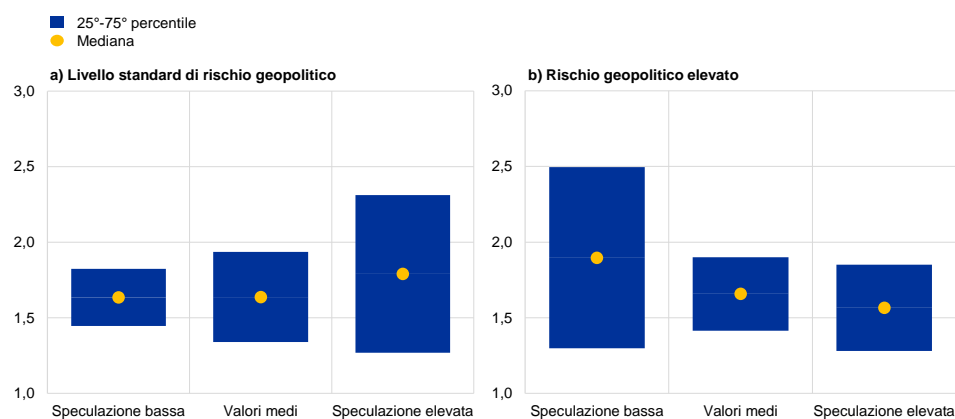
⁸ I risultati restano validi con l'utilizzo dell'indice T di Working nell'interazione con lo shock negativo dal lato dell'offerta.

Grafico C

Reazione delle quotazioni petrolifere agli shock dal lato dell'offerta di petrolio, subordinata al livello di posizionamento speculativo

Risposta stimata dei prezzi a pronti del petrolio

(valori percentuali)



Fonti: LSEG, Caldara e Iacoviello¹, Gazzani e altri² ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: pannello a): il grafico utilizza gli shock petroliferi strutturali individuati da Gazzani et al., normalizzati per aumentare nell'immediato i prezzi del petrolio. Più precisamente, uno shock negativo dal lato dell'offerta fa salire i prezzi del petrolio di circa l'1,2 per cento nell'immediato e dell'1,8 per cento dopo una settimana. Il grafico mostra la variazione percentuale del prezzo del petrolio per lo stesso shock quando le posizioni aperte nette si collocano al livello medio del campione (valori medi), una deviazione standard al di sotto della media (speculazione bassa) o una deviazione standard al di sopra della media (speculazione elevata). Il periodo campione è compreso tra il 2008 e il 2022; i dati sono settimanali. Pannello b): il grafico ripete la stessa analisi utilizzando solo periodi di elevata incertezza geopolitica, misurati come periodi in cui l'indice giornaliero di rischio geopolitico calcolato da Caldara e Iacoviello è superiore alla sua media di lungo periodo. Il periodo campione è compreso tra il 2008 e il 2022; i dati sono settimanali.

1) Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n. 4, 2022, pagg. 1194-1225.

2) Gazzani, A., Venditti, F. e Veronese, G., "Oil price shocks in real-time", *Journal of Monetary Economics*, di prossima pubblicazione.

Si riscontra inoltre che la speculazione non amplifica la trasmissione degli shock strutturali nei periodi di elevato rischio geopolitico.

Le tensioni geopolitiche possono influenzare i prezzi del petrolio attraverso due diversi canali contrapposti. In primo luogo, l'aumento dell'incertezza geopolitica funge da shock negativo per la domanda mondiale, sollevando dubbi sulle prospettive economiche, con ripercussioni su consumi, investimenti e commercio internazionale. Attraverso questo canale, l'incertezza geopolitica finisce in ultima analisi per frenare la domanda mondiale di petrolio e i corsi petroliferi. In secondo luogo, le tensioni geopolitiche potrebbero comportare rischi per l'offerta futura di petrolio, aumentando il valore corrente dei contratti petroliferi detenuti (il cosiddetto rendimento di convenienza) ed esercitando così pressioni al rialzo sui prezzi. Questi due canali sospingono i prezzi del petrolio in direzioni opposte, e quale di esse prevalga è un problema empirico⁹. Per verificare se la speculazione possa divenire più rilevante come amplificatore delle oscillazioni dei corsi petroliferi a fronte di tensioni geopolitiche, l'analisi descritta in precedenza viene ripetuta, ma con riferimento ai periodi di accresciute tensioni geopolitiche (individuati come quelli in cui l'indice di rischio geopolitico creato da Caldara e Iacoviello è superiore alla media storica). I risultati indicano che l'elasticità agli shock dal lato dell'offerta di petrolio rimane sostanzialmente stabile, giacché gli intervalli di confidenza tra periodi di bassa ed elevata speculazione si sovrappongono interamente (cfr. il pannello b) del grafico C). Questi risultati suggeriscono che la speculazione, misurata dal livello di

⁹ Cfr. Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n. 4, 2022, pagg. 1194-1225.

posizionamento netto degli investitori nei mercati petroliferi, ha un effetto limitato nell'amplificare le reazioni dei prezzi agli shock strutturali anche in periodi di accresciute tensioni geopolitiche.

a cura di Costanza Bosone, Ernest Dautović, Michael Fidora e Giovanni Stamato

Le crescenti tensioni commerciali e una serie di politiche volte a far valere le preoccupazioni per la sicurezza nazionale nei rapporti di interscambio hanno suscitato maggiori timori circa le implicazioni potenziali di una frammentazione geo-economica¹. Dall'inizio della crisi finanziaria mondiale il

commercio è cresciuto più lentamente rispetto al PIL, inaugurando un periodo di rallentamento del processo di globalizzazione economica (cfr. il pannello a) del grafico A)². Tra i fattori che hanno determinato tale rallentamento figurano: l'attenuarsi dei benefici marginali dell'integrazione nelle catene globali del valore; uno spostamento strutturale della domanda dal settore manifatturiero a quello dei servizi e l'indebolimento del sostegno politico al libero commercio. Di fatto, negli ultimi anni l'ondata di misure restrittive imposte sugli scambi commerciali è stata evidente³. A seguito dell'invasione russa dell'Ucraina i timori riguardanti la capacità di tenuta degli scambi e la sicurezza nazionale sono aumentati e si è intensificato il dibattito sulla necessità di attuare misure protezionistiche, di near-shoring (rilocalizzazione in paesi vicini) o friend-shoring (rilocalizzazione in paesi amici). Alcune recenti politiche industriali contengono disposizioni che mirano a fornire incentivi ai produttori nazionali, in particolare nei settori tecnologicamente più avanzati, tendenzialmente a scapito dei produttori stranieri. Nel contempo, le valutazioni basate su modelli mostrano che le restrizioni al commercio degli input intermedi tra paesi che appartengono a blocchi geopolitici contrapposti potrebbero comportare costi economici considerevoli in termini di riduzione degli scambi e del benessere, nonché un innalzamento dei prezzi⁴.

¹ Cfr., ad esempio, Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C. H., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A. e Trevino, J. P. (2023), "Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism", *Staff Discussion Notes*, n. 2023/001, Fondo monetario internazionale, Washington, DC.

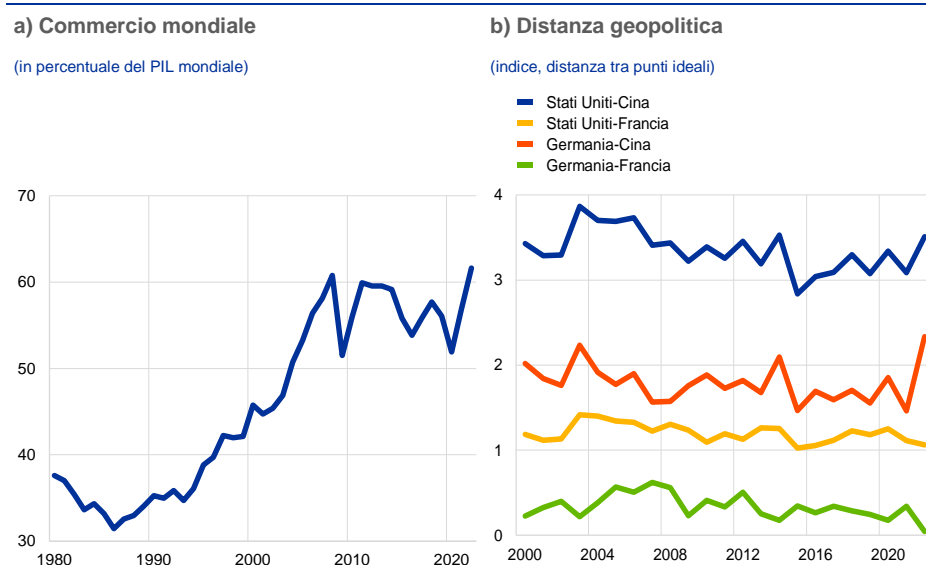
² Cfr. Antràs, P. (2021), "De-globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age", negli atti del Forum BCE *Central Banks in a Shifting World*.

³ Cfr. ICC (2023), *ICC 2023 Trade Report: A fragmenting world*, International Chamber of Commerce.

⁴ Cfr. Attinasi, M. G., Boeckelmann, L. e Meunier, B. (2023), "The economic costs of supply chain decoupling", *Working Paper Series*, BCE, n. 2023/2389.

Grafico A

Evoluzione del commercio mondiale e distanza geopolitica tra alcune coppie di paesi



Fonti: Banca mondiale – World Development Indicators, Bailey et al. (2017).

Note: pannello a): il commercio è calcolato come somma delle esportazioni e delle importazioni. L'ultima osservazione si riferisce al 2022. Pannello b): la distanza tra punti ideali rileva i comportamenti osservabili dei paesi in merito alle questioni di politica estera, come i disaccordi nelle scelte di voto in seno all'Assemblea generale delle Nazioni Unite. Valori più elevati indicano una maggiore distanza geopolitica. Cfr. Bailey et al. (2017). L'ultima osservazione si riferisce al 2022.

Il presente riquadro esamina l'influenza esercitata dalle tensioni geopolitiche sul commercio internazionale negli ultimi dieci anni, in quanto le evidenze empiriche al momento disponibili sul fatto che i timori connessi al contesto geopolitico stiano già significativamente incidendo sul profilo degli scambi sono limitate. L'analisi utilizza un modello gravitazionale strutturale per valutare l'effetto della distanza geopolitica sui profili del commercio internazionale. I modelli gravitazionali relativi al commercio ipotizzano che il livello degli scambi tra due paesi sia determinato dalla loro massa economica e dai relativi attriti commerciali, che possono essere una funzione delle barriere tariffarie e non tariffarie all'interscambio⁵. In genere, le barriere non tariffarie sono approssimate dalla distanza geografica tra paesi e da altre caratteristiche che potrebbero promuovere o ostacolare l'interscambio, quali una lingua comune o accordi commerciali. Oltre alle variabili non tariffarie, comunemente utilizzate in letteratura, l'analisi introduce una proxy per il ruolo dei fattori geopolitici. L'analisi si concentra sui beni manufatti e, pertanto, esclude i prodotti energetici e l'interscambio di servizi.

Al fine di includere una misura della distanza geopolitica, viene ampliato un modello gravitazionale standard. Tale variabile, disponibile nel tempo e per coppie di paesi, rileva il disallineamento di questi ultimi in merito alla politica estera, sulla base dei voti espressi in seno all'Assemblea generale delle Nazioni Unite. Ciò avviene trasformando i comportamenti di voto osservati in una misura della distanza geopolitica bilaterale, che riflette il disaccordo medio tra una qualsiasi

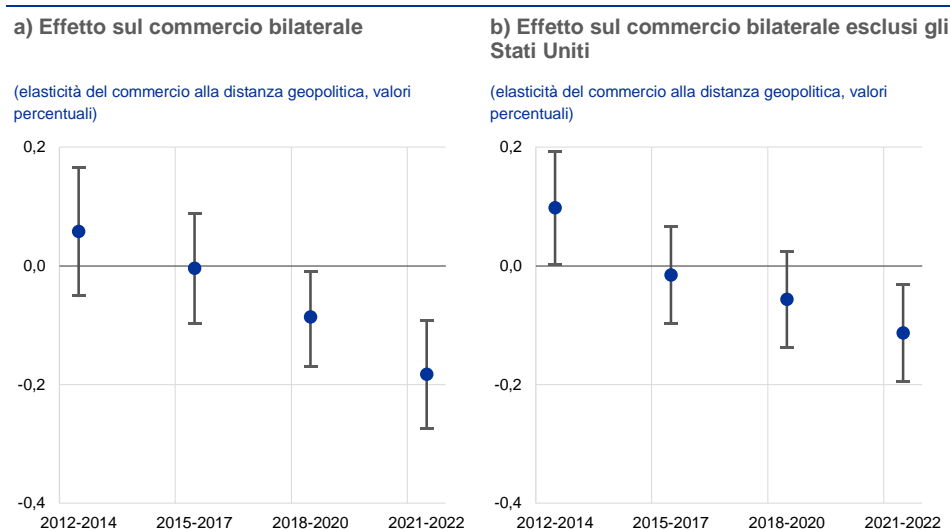
⁵ Cfr. Anderson, J. e Van Wincoop, E. (2003), "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle", *American Economic Review*, vol. 93(1), pagg. 170-192.

coppia di paesi partecipanti all'Assemblea generale delle Nazioni Unite⁶. A titolo illustrativo, il pannello b) del grafico A traccia l'evoluzione nel tempo della distanza geopolitica tra quattro coppie di paesi: Stati Uniti-Cina, Stati Uniti-Francia, Germania-Cina e Germania-Francia. Il grafico mostra che la distanza di Stati Uniti e Germania dalla Cina è sistematicamente più elevata e, nel corso degli ultimi anni, ha registrato un ulteriore aumento.

Si osserva che la distanza geopolitica svolge un ruolo sempre più rilevante nella determinazione dei flussi commerciali internazionali (cfr. il pannello a) del grafico B). L'elasticità stimata del commercio alla distanza geopolitica diventa negativa e rilevante a partire dal 2018, sostanzialmente in concomitanza con l'intensificarsi delle dispute commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina⁷. L'impatto della distanza geopolitica è economicamente significativo: a titolo di esempio, un aumento pari al 10 per cento della distanza geopolitica comporta una riduzione dei flussi commerciali bilaterali di circa il 2 per cento, o di circa un decimo dell'effetto attribuibile a un accordo di libero scambio. I risultati non sono determinati solo dal profilo dell'interscambio degli Stati Uniti, in quanto le stime restano significative se si escludono gli Stati Uniti dal campione (cfr. il pannello b) del grafico B).

Grafico B

Effetto variabile nel tempo della distanza geopolitica sui flussi commerciali bilaterali



Fonti: Trade Data Monitor (TDM), FMI, Bailey et al. (2017), World Integrated Trade Solution (WITS), Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i punti rappresentano l'interazione tra il coefficiente di distanza geopolitica e una dummy temporale, che utilizza medie triennali di dati, sulla base di un modello gravitazionale stimato per 67 paesi dal 2012 al 2022. La distanza geopolitica è misurata dal logaritmo della distanza tra punti ideali proposta da Bailey et al. (2017). Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento. La variabile dipendente è l'interscambio nominale di beni manifatturati, esclusi i beni energetici. La stima è stata effettuata utilizzando il metodo di stima Poisson Pseudo Maximum Likelihood (PPML). La stima tiene conto di variabili di controllo bilaterali che cambiano nel tempo, effetti fissi esportatore/importatore per anno ed effetti fissi per coppia. Gli errori standard sono raggruppati per coppie di paesi e anno. Le stime del pannello b) si basano su un campione di 66 paesi, in quanto sono esclusi gli Stati Uniti.

⁶ Cfr. Bailey, M.A., Strezhnev, A. e Voeten, E. (2017), "Estimating Dynamic State Preferences from United Nations Voting Data", *Journal of Conflict Resolution*, vol. 61(2), pagg. 430-456.

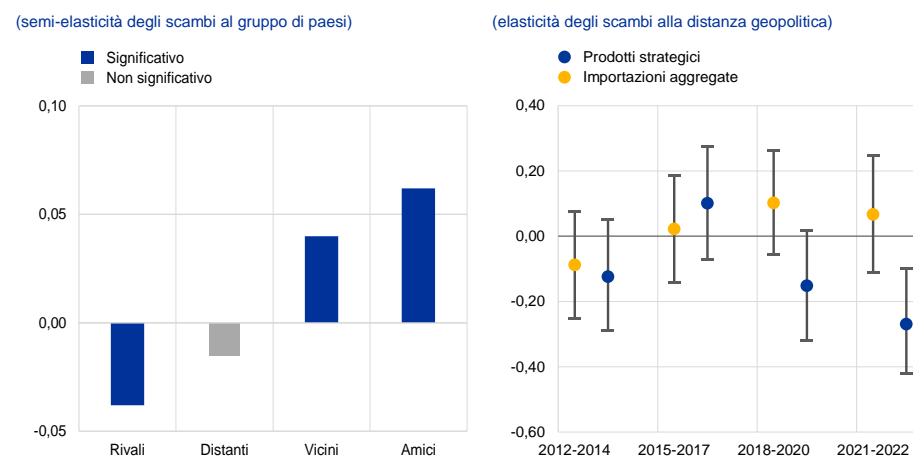
⁷ Tali risultati sono validi anche a fronte di tutti gli shock globali, quali la pandemia di COVID-19, in quanto sono stati inclusi nei costi commerciali effetti frontiera variabili nel tempo, che tengono conto di tutti i fattori non osservabili a livello mondiale che incidono sul commercio internazionale rispetto agli scambi interni (cfr. Beverelli, C., Keck, A., Larch, M. e Yotov, Y. V. (2023), "Institutions, trade, and development: identifying the impact of country-specific characteristics on international trade", *Oxford Economic Papers*).

Le questioni geopolitiche sembrano avere un impatto eterogeneo sul profilo dell'interscambio. Al fine di comprendere l'eterogeneità dell'impatto di tali questioni, si effettua una regressione dei flussi commerciali bilaterali su una serie di quattro variabili dummy, che individuano i quattro quartili della distribuzione della distanza geopolitica tra coppie di paesi. Inoltre, al fine di cogliere l'effetto dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche nel tempo, si introduce un'interazione tra ciascuna dummy del quartile e una dummy temporale pari a uno nel periodo successivo al 2017. I fattori geopolitici hanno stimolato il commercio tra paesi "amici" (ossia, il primo quartile) nel periodo successivo al 2017. Per contro, hanno ostacolato il commercio tra paesi "rivali" (ossia il quarto quartile; cfr. il pannello a) del grafico C). L'interscambio tra paesi "rivali" è inferiore di circa il 4 per cento rispetto a quanto sarebbe stato se dopo il 2017 non fossero aumentate le tensioni geopolitiche, mentre il commercio tra paesi "amici" è di circa il 6 per cento superiore. Nel complesso, pur comportando una riduzione degli scambi tra paesi su posizioni distanti, le questioni geopolitiche potrebbero anche rafforzare i legami commerciali tra paesi allineati.

Grafico C

Effetto della distanza geopolitica su gruppi di paesi e sulle importazioni dell'UE

a) Effetto su gruppi di paesi a partire dal 2017 b) Effetto sulle importazioni dell'UE



Fonti: TDM, FMI, Bailey et al. (2017), Egger e Larch (2008), WITS, Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE. Note: i risultati si basano su un modello gravitazionale strutturato stimato per 67 paesi per il periodo 2012-2022 utilizzando dati annuali. Per maggiori dettagli in merito alla stima, cfr. il grafico B. Pannello a): gli effetti su ciascun gruppo sono individuati sulla base di una dummy per i quartili di distribuzione della distanza geopolitica tra coppie di paesi. La dummy diventa 1 nel caso di scambi commerciali tra coppie di paesi appartenenti allo stesso quartile dal 2017. Una semi-elasticità β corrisponde a una variazione percentuale di $100 \cdot (\exp(\beta) - 1)$. Pannello b): i punti rappresentano l'interazione tra il coefficiente della distanza geopolitica e una dummy temporale, nonché una dummy per le importazioni dell'UE, sulla base di medie triennali di dati. I punti gialli si riferiscono alle stime basate sul commercio bilaterale come variabile dipendente. I punti blu si riferiscono alle stime basate sul commercio bilaterale di prodotti strategici secondo la definizione della Commissione europea. Le linee rappresentano intervalli di confidenza del 95 per cento.

Nelle importazioni aggregate dell'UE si riscontrano poche evidenze di

tendenze significative di near-shoring o friend-shoring. All'interno dello stesso modello gravitazionale, l'impatto degli effetti variabili nel tempo della distanza geopolitica per l'UE è stato isolato introducendo un'interazione tra tale distanza e una dummy per le importazioni dell'UE. La stima tiene conto degli effetti rispetto all'impatto dell'integrazione commerciale dell'UE tra i vari paesi. Si osserva che le importazioni dell'UE di beni manifatturati non sono significativamente influenzate dalle questioni geopolitiche (cfr. il pannello b) del grafico C). Tale risultato è confermato anche utilizzando specificazioni alternative e potrebbe riflettere l'elevato grado di integrazione dell'UE nelle catene di approvvigionamento mondiali, il fatto che le

strutture produttive siano molto poco flessibili rispetto alle variazioni dei prezzi, almeno nel breve periodo, e che tali rigidità aumentano quando i paesi sono profondamente integrati nelle catene di approvvigionamento mondiali⁸.

Nell'UE si osservano tuttavia pratiche di riduzione dei rischi (de-risking) in alcuni settori strategici. I beni strategici (attrezzature militari, materie prime, batterie, prodotti ad alta tecnologia e articoli medici, ecc.) rappresentano circa il 9 per cento del totale delle importazioni dall'esterno dell'UE e sono particolarmente rilevanti per settori quali la sicurezza, la sanità pubblica e la transizione ecologica e digitale. Quando si utilizza come variabile dipendente il commercio di prodotti strategici, secondo la definizione della Commissione europea, si osserva che la distanza geopolitica riduce significativamente le importazioni dell'UE (cfr. il pannello b) del grafico C). L'evidenza empirica suggerisce che l'UE sta attuando una separazione selettiva, riducendo nei settori strategici la sua dipendenza da fornitori geopoliticamente distanti.

Il riorientamento delle esportazioni dell'area dell'euro verso paesi geopoliticamente allineati è stato accelerato dall'invasione russa dell'Ucraina.

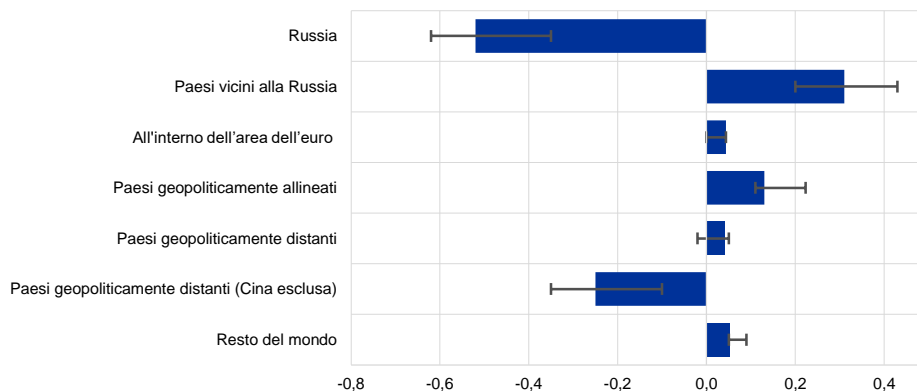
Da un'analisi degli eventi emerge che, a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, le esportazioni dell'area dell'euro verso la Russia sono diminuite di oltre la metà (cfr. il grafico D). Nel contempo, i flussi commerciali verso i paesi vicini alla Russia sono aumentati, probabilmente per effetto della riorganizzazione delle catene di approvvigionamento. Si stima che, a seguito del conflitto, il commercio dell'area dell'euro con i paesi geopoliticamente allineati sia stato superiore di circa il 13 per cento rispetto allo scenario controfattuale senza conflitto, prevalentemente a causa dell'aumento dell'interscambio con gli Stati Uniti. Allo stesso tempo, le evidenze di near-shoring sono modeste, in quanto si stima che il livello del commercio interno all'area dell'euro sia aumentato di circa il 4 per cento in seguito all'invasione russa dell'Ucraina rispetto allo scenario controfattuale. Non vi sono tuttavia segnali di un riorientamento degli scambi a scapito della Cina, di riflesso, probabilmente, al potere di mercato cinese in diversi settori chiave. Tuttavia, escludendo la Cina dal gruppo di paesi geopoliticamente distanti, l'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sulle esportazioni dell'area dell'euro diventa fortemente intenso e negativo.

⁸ Cfr., ad esempio, Bayoumi, T., Barkema, J. e Cerdeiro, D. (2019), "The Inflexible Structure of Global Supply Chains", *IMF Working Papers*, n. 2019/193, Fondo monetario internazionale.

Grafico D

Effetto dell'invasione russa dell'Ucraina sulle esportazioni dell'area dell'euro

(semi-elasticità)



Fonti: TDM, FMI, ONU, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: coefficienti stimati di un modello gravitazionale, dati trimestrali relativi al periodo 2012-2022. Il campione comprende 67 esportatori e 118 importatori. Gli effetti sul livello delle esportazioni dell'area dell'euro sono individuati da una variabile dummy per i periodi successivi all'invasione russa dell'Ucraina. I partner commerciali sono la Russia; i paesi vicini alla Russia (Armenia, Kazakistan, Repubblica del Kirghizistan e Georgia); per paesi geopoliticamente amici, distanti e neutrali si intendono quei paesi che, rispettivamente, hanno espresso un voto contrario o favorevole alla Russia oppure si sono astenuti nelle votazioni su entrambe le risoluzioni fondamentali dell'ONU (del 7 aprile e dell'11 ottobre 2022). È incluso anche l'interscambio interno all'area dell'euro. La stima è stata effettuata utilizzando il metodo di stima Poisson Pseudo Maximum Likelihood (PPML). La stima tiene conto di variabili di controllo bilaterali che cambiano nel tempo, effetti fissi esportatore/importatore-tempo ed effetti fissi esportatore-importatore. Gli errori standard sono raggruppati per coppie di paesi e periodo temporale. Le barre rappresentano gli effetti medi per i coefficienti significativi. Le linee verticali (baffi) rappresentano i coefficienti minimi e massimi stimati tra diversi test di robustezza.

L'adeguamento dei comportamenti di spesa e di risparmio delle famiglie a fronte dell'inflazione elevata

a cura di Alina-Gabriela Bobasu, Evangelos Charalampakis e Omiros Kouvavas

Negli ultimi anni le famiglie hanno affrontato numerosi shock e hanno modificato i propri comportamenti ricorrendo a diversi margini di adattamento.

Negli ultimi due anni l'inflazione elevata è stata innescata da una combinazione di fattori, tra i quali le strozzature dal lato dell'offerta provocate dalla pandemia e il rincaro dei beni energetici che ha fatto seguito all'invasione russa dell'Ucraina. Lo shock inflazionistico ha influito sul comportamento dei consumatori e ha gravato sulla loro spesa. In genere, i consumatori affrontano l'aumento dei prezzi adottando diverse strategie: adattano i consumi, riducono i risparmi e/o aumentano il reddito. Il presente riquadro utilizza le evidenze tratte dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) al fine di esaminare come le famiglie hanno fatto ricorso a tali margini di adattamento per far fronte al recente episodio inflazionistico.

Dall'indagine CES si evince che i consumatori, per far fronte all'inflazione, tendono prevalentemente ad adeguare i propri consumi (cfr. il grafico A)¹. Ai partecipanti all'indagine CES è stato chiesto quali misure avessero adottato negli ultimi 12 mesi per far fronte all'inflazione. Oltre alla riduzione dei consumi, le alternative comprendevano indebitarsi, attingere ai propri risparmi, lavorare più ore, assumere un secondo impiego o chiedere un aumento di stipendio. A gennaio 2024 la maggior parte degli intervistati aveva scelto di modificare i consumi (69 per cento); tuttavia, anche gli adeguamenti effettuati attraverso i canali del risparmio/credito (43 per cento) e del reddito (31 per cento)² sono risultati rilevanti. La risposta più frequente al rialzo dei prezzi è stata quella di cercare offerte convenienti (50 per cento), seguita da scegliere varietà di prodotti di qualità inferiore (33 per cento) e ridurre le quantità acquistate (28 per cento)³. Il 35 per cento degli intervistati ha dichiarato di aver ridotto il risparmio per sostenere i consumi mentre, relativamente al reddito, circa il 15 per cento ha riferito di aver negoziato un aumento retributivo e il 17 per cento ha affermato di aver lavorato più ore o di aver assunto un secondo impiego. Le famiglie soggette a vincoli di bilancio, ossia quelle con una quota elevata

¹ È ampiamente dimostrato che, a fronte di shock rilevanti, i consumatori adeguano i propri comportamenti di consumo. Cfr., ad esempio, il riquadro 3 *Andamento dei consumi e problemi di misurazione dell'inflazione durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2020 di questo Bollettino, il riquadro 4 *Misurazione dell'inflazione in periodi di tensione economica* nel numero 3/2020 di questo Bollettino e il riquadro 6 *Pesi dello IAPC per il 2021 e relative implicazioni ai fini della misurazione dell'inflazione* nel numero 2/2021 di questo Bollettino. L'adeguamento dei comportamenti di consumo può comportare il cambiamento dei consumi complessivi o la modifica della loro composizione: a) rinunciando al consumo di una data categoria di prodotto e/o di marchio; b) cercando prezzi più vantaggiosi e promozioni; e/o c) scegliendo varietà di prodotti diverse.

² Le percentuali riportano un dato medio, in quanto le risposte sono suddivise tra famiglie soggette a vincoli di bilancio, ossia con una quota elevata di spesa per beni di prima necessità rispetto al reddito, e famiglie che non sono soggette a tali vincoli.

³ Le ricerche effettuate su Google confermano questa evidenza, suggerendo che dalla metà del 2022 i consumatori cercano attivamente opzioni di vendita al dettaglio più vantaggiose e mostrano un interesse maggiore per le promozioni, in particolare per quelle relative ai prodotti alimentari (ad esempio, "promozioni di beni alimentari", "menu con prezzi", "sconti su prodotti alimentari").

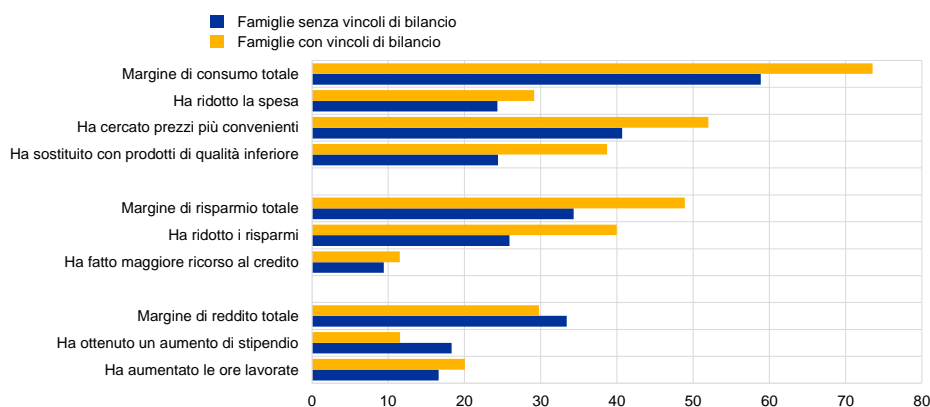
di spesa per beni di prima necessità rispetto al reddito, hanno mostrato una maggiore propensione ad adattare le proprie scelte di acquisto e di risparmio, rispetto alle famiglie non soggette a tali vincoli (cfr. il grafico A)⁴. Per quanto riguarda le misure di adeguamento del reddito sono state riscontrate percentuali simili tra i due gruppi⁵. Dalle risposte dei consumatori sono emersi aumenti in relazione a tutti i margini rispetto all'ultima volta in cui è stata posta la domanda (agosto 2023). Le opzioni relative al consumo hanno fatto registrare l'aumento più elevato (9 punti percentuali), seguite dalle strategie di risparmio (7 punti percentuali) e di reddito (7 punti percentuali).

Grafico A

Risposte dei consumatori relative a tutti i margini nell'indagine CES

Risposte a gennaio 2024 (per i 12 mesi precedenti)

(valori percentuali)



Fonti: indagine CES ed elaborazioni della BCE.

Note: il quesito posto nell'indagine CES era il seguente: "Si prega di considerare le proprie aspettative riguardo alle variazioni dei prezzi in generale negli ultimi 12 mesi. Quale delle seguenti misure ha (eventualmente) adottato negli ultimi 12 mesi a causa di tali variazioni dei prezzi? Si prega di selezionare tutte le opzioni pertinenti. 1. Anticipare gli acquisti rilevanti di beni durevoli. 2. Ridurre la spesa abituale e risparmiare di più. 3. Cercare più attivamente prezzi più convenienti per lo stesso prodotto o servizio. 4. Sostituire beni e servizi con alternative meno costose. 5. Risparmiare meno rispetto al solito o liquidare (in tutto o in parte) i risparmi per finanziare le spese. 6. Ricorrere maggiormente al credito rispetto al solito per finanziare le spese (ad esempio, aumentando il saldo delle carte di credito o altri prestiti al consumo). 7. Ottenere un aumento di stipendio dal proprio datore di lavoro o trovare un impiego meglio retribuito. 8. Aumentare il reddito in altri modi (ad esempio, assumendo un secondo impiego, incrementando il numero di ore lavorate presso il datore di lavoro attuale). 9. Nessuna delle precedenti".

La composizione del paniere di spesa delle famiglie ha mostrato adattamenti maggiori per le categorie che avevano subito un aumento più significativo dei prezzi relativi. Il pannello a) del grafico B mette a confronto la composizione del paniere dei consumi del 2023 e del 2021. Negli ultimi due anni, le categorie con maggiori aumenti dei prezzi relativi hanno registrato adattamenti più significativi nella quota di spesa complessiva. Ciò è in linea con la letteratura secondo cui le famiglie

⁴ Le strategie di adattamento agli shock inflazionistici variano tra le famiglie, in base alle caratteristiche di paniere di consumi, reddito e patrimonio. Per un'analisi recente delle implicazioni dello shock ai prezzi dell'energia in modelli ad agenti eterogenei, cfr. Auclert, A., Monneray, H., Rognlie, M. e Straub, L., "Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy", mimeo, 2023.

⁵ Una possibile spiegazione delle percentuali osservate nei due gruppi sta nel fatto che la causalità è invertita e, pertanto, le famiglie che riescono ad aumentare il proprio reddito non sono più soggette a vincoli di bilancio, giacché in questo caso il reddito è il fattore condizionante che determina i gruppi e il margine di adattamento.

tendono a sostituire i prodotti che diventano relativamente più costosi⁶. In particolare, il consumo di beni quali i prodotti alimentari e le attrezzature ha subito una sostanziale correzione al ribasso provocata dall'aumento più marcato dei prezzi. Tale evidenza quantitativa è in linea con le risposte qualitative riportate nel grafico A. Tuttavia, i comportamenti di consumo delle famiglie sono stati influenzati anche da altri shock. La crescita sostenuta dei servizi per il tempo libero, quali quelli di ristorazione, e di attività ricreative e viaggi (cfr. il pannello b) del grafico B) è stata determinata da uno spostamento delle preferenze che ha fatto seguito alla revoca delle restrizioni sociali all'indomani della pandemia. Ciò ha comportato l'aumento della quota di tali categorie nella spesa complessiva dal 7,4 per cento del 2021 al 12,9 per cento del 2023. Inoltre, la quota dei trasporti (compresi gli acquisti di veicoli) ha cominciato a diminuire all'inizio del 2022, a causa dei vincoli dal lato dell'offerta di semiconduttori, ma ha poi mostrato una certa ripresa nel 2023.

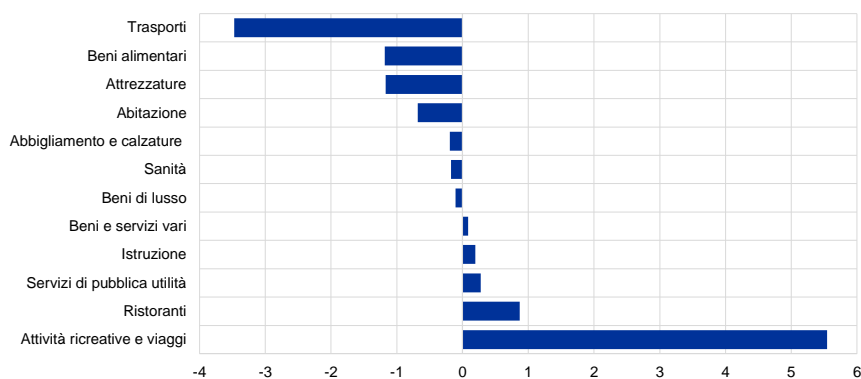
⁶ Cfr. Argente, D. e Lee, M., "Cost of living inequality during the Great Recession", *Journal of the European Economic Association*, vol. 19, n. 2, 2021, pagg. 913-952, e l'articolo *I prezzi del comparto alimentare nell'area dell'euro: risultati dell'analisi di una base dati disaggregata sui prezzi* nel numero 1/2015 di questo Bollettino.

Grafico B

Adeguamento del paniere dei consumi e scomposizione dei consumi per categoria di spesa

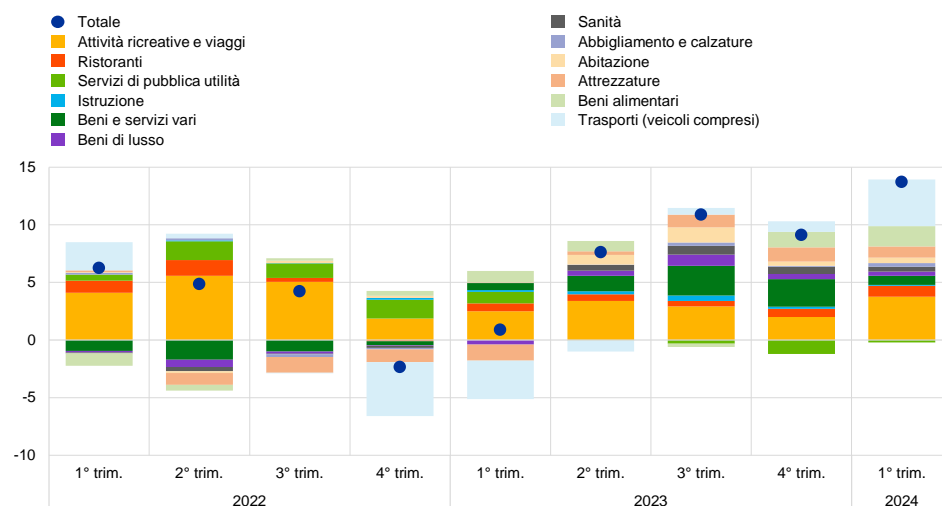
a) Variazioni di spesa relative (2023 rispetto al 2021)

(quota della spesa complessiva, valori percentuali)



b) Consumi nominali

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



Fonti: indagine CES ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra le variazioni di spesa relative per ciascuna categoria per il 2023 (trasporti, beni alimentari, attrezzature, abitazione, abbigliamento e calzature, sanità, beni di lusso, beni e servizi vari, istruzione, servizi di pubblica utilità, ristoranti, attività ricreative e viaggi). Il campione comprende i paesi dell'area dell'euro a 11 (EA-11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Nel pannello b) la scomposizione si basa su valori nominali, con tassi di crescita sul periodo corrispondente ridefiniti sulla quota di ciascuna voce della spesa nominale per consumi complessiva. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2023 per il pannello a) e al primo trimestre del 2024 per il pannello b).

Quanto al margine di risparmio, le evidenze indicano che negli ultimi due anni il tasso di risparmio è diminuito. Combinando le informazioni contenute

nell'indagine CES su consumi e reddito, è possibile calcolare tempestivamente sia i tassi di risparmio delle famiglie sia gli aggregati trimestrali. Le variazioni del tasso di risparmio aggregato (in rapporto al reddito netto) dell'indagine CES riflettono strettamente quelle osservate per il tasso di risparmio aggregato (non stagionalizzato) nei dati dei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat (cfr. il pannello a) del grafico C). Nel 2022 e nel 2023 si è osservato un calo del tasso di risparmio dell'indagine CES leggermente più pronunciato rispetto al calo mostrato dall'indicatore dei conti settoriali trimestrali. Tuttavia, nel terzo trimestre del 2023, il tasso di risparmio dell'Eurostat si è approssimato alla sua media di lungo periodo.

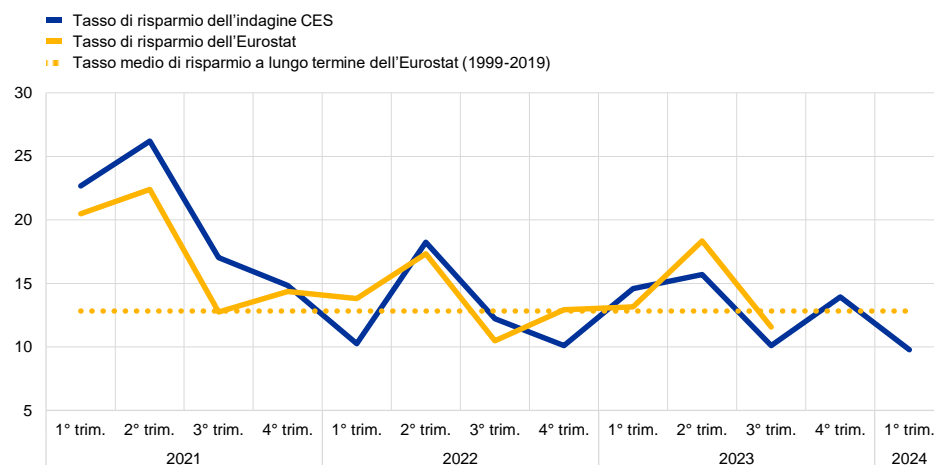
Una scomposizione del tasso di risparmio mostra che il calo è stato determinato prevalentemente dall'aumento della spesa per attività ricreative e viaggi, piuttosto che per beni di prima necessità. I microdati dell'indagine CES consentono di scomporre nel dettaglio le variazioni del tasso di risparmio negli ultimi due anni, considerando le categorie di reddito e di consumo tra i diversi gruppi di reddito. Il recente calo del tasso di risparmio può essere in larga misura ricondotto a una maggiore preferenza di spesa delle famiglie in attività ricreative e viaggi dopo la pandemia, trainata prevalentemente dalle famiglie appartenenti a gruppi con un reddito più elevato (cfr. il pannello b) del grafico C). Anche l'aumento della spesa per beni durevoli, determinato prevalentemente dalle famiglie con reddito inferiore, a seguito della normalizzazione delle strozzature nella produzione, ha contribuito, seppure in misura minore, al calo del tasso di risparmio nel 2023. Per contro, la spesa per beni essenziali, tra cui l'abitazione e i prodotti alimentari ed energetici, nel 2022 e nel 2023 ha esercitato un impatto al ribasso relativamente modesto sui risparmi delle famiglie, nonostante i forti rincari dei prezzi. Tale risultato riflette una riduzione sia della quantità sia della qualità degli acquisti di questi beni di prima necessità, in linea con le variazioni del comportamento di spesa delle famiglie.

Grafico C

Tasso di risparmio nell'area dell'euro

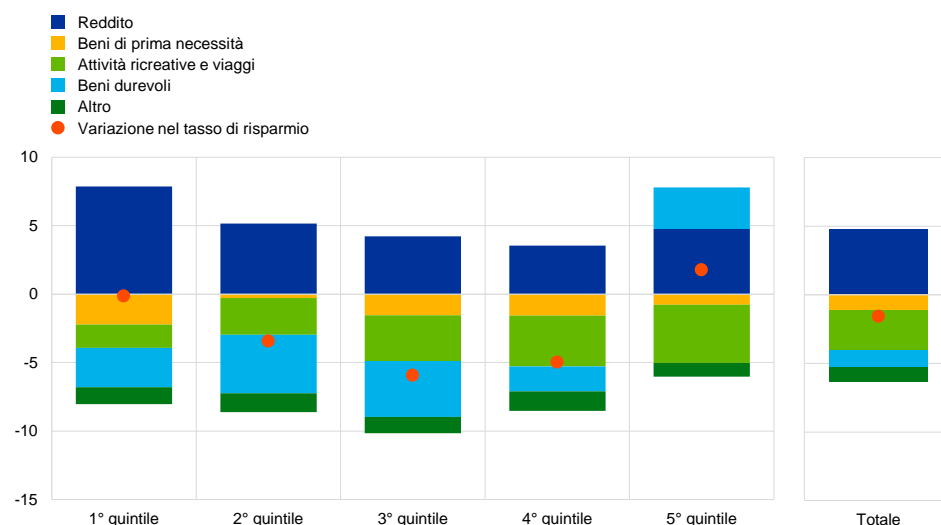
a) Tasso di risparmio delle famiglie

(in percentuale del reddito)



b) Scomposizione del tasso di risparmio per quintile di reddito e tipo di consumo nell'indagine CES (2023 rispetto al 2022).

(variazione in punti percentuali)



Fonti: indagine CES, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a), il tasso di risparmio dell'indagine CES è definito come il rapporto tra risparmio e reddito netto delle famiglie; i risparmi sono calcolati come la differenza tra il reddito netto delle famiglie e i consumi. Il tasso di risparmio dell'Eurostat è calcolato come il rapporto tra il risparmio lordo e il reddito disponibile lordo delle famiglie. La linea tratteggiata indica la media a lungo termine per il periodo compreso tra il 1999 e il 2019. Tutte le serie non sono destagionalizzate. Nel pannello b) il grafico mostra: sulla sinistra, la scomposizione del tasso di risparmio per quintile di reddito nel 2023; sulla destra: la scomposizione del tasso di risparmio aggregato per il 2023. Per i dati dell'indagine CES, il campione comprende i paesi dell'area dell'euro a 11 (EA-11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. Le ultime osservazioni si riferiscono: nel pannello a), al primo trimestre del 2024 per l'indagine CES e al terzo trimestre del 2023 per i conti settoriali trimestrali dell'Eurostat; nel pannello b), al 2023.

Per quanto riguarda il margine di reddito, più della metà degli intervistati ha dichiarato aumenti del reddito nominale inferiori all'inflazione nel 2023.

Le evidenze qualitative ricavate dall'indagine CES mostrano che la maggior parte dei consumatori (54 per cento) ha dichiarato un aumento più lento del proprio reddito rispetto all'inflazione, il 21 per cento un incremento più rapido e il 25 per cento una

diminuzione reddituale⁷. Sulla base delle evidenze quantitative ricavate dalla scomposizione del tasso di risparmio, il contributo maggiore del reddito nel 2023 compensa ampiamente l'aumento della spesa (cfr. il pannello b) del grafico C). In genere, tuttavia, gli adeguamenti a livello di reddito si verificano per ultimi, in quanto rientrano in misura minore nel controllo diretto delle famiglie. Per quanto riguarda gli aspetti distributivi, i consumatori appartenenti ai quintili di reddito inferiori hanno riferito incrementi maggiori, in linea con gli aumenti del salario minimo osservati nei paesi dell'area dell'euro nel corso degli ultimi due anni⁸.

⁷ Cfr. il riquadro 5 *Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

⁸ Cfr. anche il riquadro 4 *I salari minimi e il loro ruolo per la crescita salariale nell'area dell'euro* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

4 Determinanti dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro negli ultimi due anni

a cura di Friderike Kuik, Eliza Magdalena Lis, Joan Paredes e Ieva Rubene

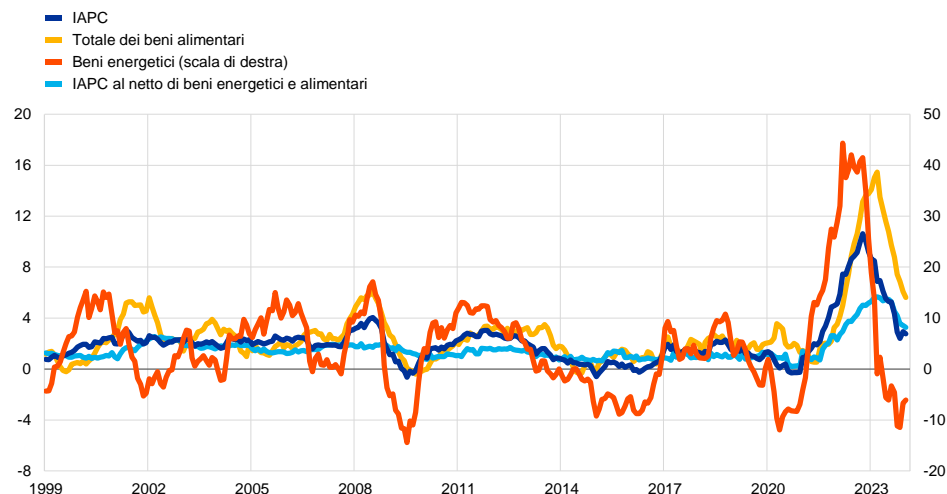
La componente alimentare ha rappresentato uno dei fattori che principalmente hanno contribuito al forte aumento dell'inflazione complessiva dell'area dell'euro nel 2022 e, quando ne è iniziata la flessione, anche alla successiva disinflazione. Il rincaro dei prodotti alimentari è cresciuto fino a raggiungere il massimo storico, pari a circa il 15 per cento, a marzo 2023, superato soltanto dal precedente incremento dell'inflazione dei beni energetici (cfr. il grafico A). La componente alimentare dell'inflazione ha poi registrato una flessione, fino al 5,7 per cento a gennaio 2024, pur confermandosi al di sopra della media osservata prima della pandemia, pari al 2,1 per cento¹. I generi alimentari rappresentano il 20 per cento circa della spesa inclusa nel paniere complessivo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e rientrano a pieno titolo tra i consumi definiti come "beni di prima necessità". Ciò significa che il brusco aumento della componente alimentare dell'inflazione misurata sullo IAPC ha avuto ripercussioni sul potere d'acquisto delle famiglie, in particolare di quelle con redditi più bassi. Il presente riquadro esamina i principali fattori alla base del recente andamento dei prezzi dei beni alimentari.

¹ Picchi precedenti di questa componente sui dodici mesi erano stati osservati all'inizio del 2002 (5,6 per cento), a seguito dei timori dal punto di vista sanitario legati alle malattie animali e di un rincaro delle materie prime alimentari e dei fertilizzanti a livello mondiale (6,1 per cento nel 2008). Per una rassegna degli andamenti dei prezzi dei beni alimentari durante la pandemia di COVID-19, cfr. il riquadro 7 *Andamenti recenti dei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro* nel numero 5/2020 di questo Bollettino e il riquadro 6 *L'impennata dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro e l'impatto della guerra russo-ucraina* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

Grafico A

Andamenti dei prezzi al consumo dei beni alimentari nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

Il forte rialzo dell'inflazione al consumo dei beni alimentari, osservato dalla metà del 2021 fino all'inizio del 2023, ha riguardato entrambe le componenti principali: prodotti alimentari trasformati e non trasformati.

I beni alimentari trasformati rappresentano la quota più rilevante della spesa per consumi di cibo (75 per cento); il resto corrisponde ai prodotti alimentari non trasformati. Dalle tavole input-output dell'Eurostat si evince che le strutture di costo dei settori dei beni alimentari trasformati e non sono piuttosto simili, sebbene si evidenzino alcune differenze importanti. Per la produzione dei beni alimentari trasformati, gli input energetici diretti rappresentano il 2 per cento circa dei fattori di produzione diversi dal lavoro, mentre nel caso dei prodotti alimentari non trasformati tale quota è pari approssimativamente al 7 per cento. Nel contempo, gas ed elettricità (in contrapposizione al petrolio) rappresentano una percentuale maggiore (circa l'80 per cento) di input energetici, nel caso degli alimenti trasformati, rispetto a quelli freschi (50 per cento circa). Inoltre, gli input per la produzione di fertilizzanti sono rilevanti quasi quanto quelli energetici nel settore dei beni alimentari non trasformati. È importante anche rilevare che i prezzi degli alimenti non trasformati, di norma, subiscono un'influenza maggiore dai fattori stagionali, tra cui le condizioni meteorologiche avverse. In conclusione, per entrambe le componenti, gli input alimentari intermedi includono un'ampia quota di costi dei fattori produttivi diversi dal lavoro (circa il 40 per cento per i prodotti non trasformati e il 50 per cento per i trasformati), pertanto la dinamica dei prezzi degli alimenti può comportare degli effetti di propagazione rilevanti all'interno dei settori.

A un'impennata fuori dall'ordinario dei costi energetici è principalmente riconducibile l'aumento dell'inflazione al consumo dei beni alimentari osservato nel 2021 e nel 2022.

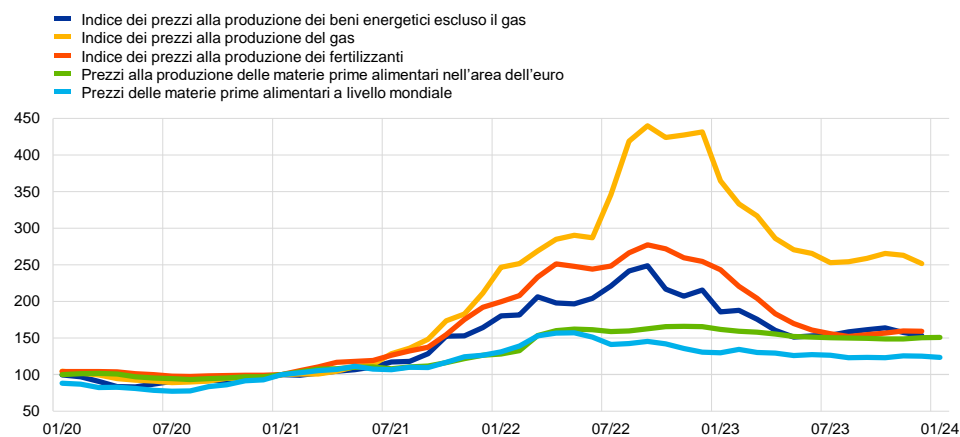
Nel corso del 2021, in un contesto caratterizzato da un lato da un principio di ripresa economica a livello mondiale dagli effetti del coronavirus (COVID-19) e dall'altro da vincoli all'offerta del greggio, i prezzi del

petrolio hanno registrato un forte incremento. Inoltre, nell'estate del 2021 i prezzi all'ingrosso del gas in Europa sono aumentati in misura rilevante, a causa di una combinazione di fattori dal lato sia dell'offerta sia della domanda. Tale dinamica è stata accentuata agli inizi del 2022 dall'invasione russa dell'Ucraina². Il brusco rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche ha determinato un conseguente marcato innalzamento dei prezzi alla produzione dei beni energetici e dei fertilizzanti, che presentano una forte connessione alle quotazioni del gas (cfr. il grafico B). In termini storici si tratta di un aumento dei prezzi alla produzione dei beni energetici di entità eccezionale, particolarmente rilevante per elettricità e gas, i cui prezzi all'ingrosso a settembre 2022 hanno raggiunto il picco, pari al 440 per cento rispetto al livello di dicembre 2020. In base alle tavole input-output dell'Eurostat relative al 2019, si stima che i costi energetici abbiano rappresentato il 3 per cento circa dei costi complessivi dei fattori di produzione diversi dal lavoro nel settore alimentare. Sebbene tale quota possa sembrare contenuta, anche soltanto l'entità dello shock dei prezzi energetici è stata sufficiente a causare aumenti considerevoli dei costi complessivi della produzione. L'aumento massimo dei prezzi alla produzione dei beni energetici (costituiti principalmente da elettricità, gas e aria condizionata) ha raggiunto quasi il 280 per cento rispetto al livello di dicembre 2020. Un incremento di tale misura corrisponderebbe a un aumento dei costi complessivi dei fattori di produzione diversi dal lavoro nel settore alimentare pari al 9 per cento circa (soltanto per questo specifico shock dei costi degli input).

Grafico B

Andamenti dei costi dei principali fattori di produzione per i prezzi al consumo dei beni alimentari

(indice: gennaio 2021 = 100)



Fonti: Eurostat, Hamburg Institute of International Economics (HWWI), BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: gli indici dei prezzi alla produzione si riferiscono all'area dell'euro; i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale sono espressi in euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023 per gli indici dei prezzi alla produzione e a gennaio 2024 per i prezzi alla produzione nell'area dell'euro e le materie prime alimentari a livello mondiale.

Gli aumenti dei prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale e quelli alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro hanno rappresentato un altro contributo significativo, in parte per gli effetti indiretti

² Per un'analisi più dettagliata della dinamica dei prezzi dell'energia nel 2021-2022, cfr. l'articolo 1 [Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

dei rincari energetici osservati in tutto il mondo, ma anche per altri fattori³.

Dopo essere scesi a livelli bassi durante la fase iniziale della pandemia, i prezzi delle materie prime alimentari mondiali, in particolare frumento, granoturco e soia, hanno iniziato a recuperare nella seconda metà del 2020, per poi continuare a crescere bruscamente nel corso del 2021. Tale aumento ha rispecchiato una ripresa della domanda di mangimi in Cina, difficoltà di approvvigionamento, causate in parte dalle condizioni meteorologiche in Sud America, e i rincari dell'energia⁴. I prezzi del granoturco sono cresciuti in misura notevole, soprattutto dopo lo scoppio della guerra mossa dalla Russia contro l'Ucraina, che ha destato timori in tutto il mondo circa le forniture di cereali da parte dei due paesi. Di conseguenza, e di riflesso agli andamenti delle materie prime alimentari mondiali, nonché all'innalzamento dei costi dei beni energetici e dei fertilizzanti, si è verificata un'impennata dei prezzi alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro. Tale incremento è stato più marcato per i cereali, soprattutto a causa dei prezzi del granoturco, ma in seconda battuta anche la carne e i latticini hanno visto i propri prezzi salire, in quanto il frumento è un mangime importante destinato agli animali di allevamento. I rincari alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro sono stati una concausa del rialzo dei prezzi alla produzione del settore alimentare, che era già alle prese con gli incrementi dei costi di produzione diretti dell'energia. Poiché a metà del 2022 le materie prime alimentari mondiali ed energetiche hanno iniziato a divenire meno care, si è verificato un allentamento delle pressioni sui prezzi degli input; ciò non si è però verificato per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro, probabilmente in parte di riflesso ai persistenti aumenti dei prezzi della carne, ma anche per altri fattori interni⁵. Ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime alimentari mondiali e quelli alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro hanno avuto origine da eventi meteorologici sfavorevoli, sia globali sia locali, la cui frequenza è in graduale aumento a causa dei cambiamenti climatici. In parte, tali pressioni al rialzo si sono poi trasmesse ai prezzi al consumo⁶. Nel complesso, sebbene si sia trattato di un aumento generalizzato tra diversi prodotti, è stato particolarmente incisivo per le

³ La principale differenza tra i prezzi delle materie prime alimentari mondiali e quelli alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro risiede nella loro determinazione: nel primo caso sono negoziati sui mercati finanziari mondiali, mentre nel secondo equivalgono a quanto viene corrisposto agli agricoltori dell'area alla produzione, cioè quando i prodotti lasciano il sito produttivo. I prezzi alla produzione delle materie prime alimentari sono segnalati dagli Stati membri dell'UE alla Direzione Generale per l'agricoltura e lo sviluppo rurale della Commissione europea e poi aggregati per l'area dell'euro dalla BCE.

⁴ Cfr. "Commodity Markets Outlook: Urbanization and Commodity Demand", World Bank Group, Washington, DC, ottobre 2021. Licenza: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

⁵ I prezzi delle carni suine e bovine sono rimasti elevati a causa del calo dell'offerta interna.

⁶ L'effetto degli eventi meteorologici estremi, soprattutto se accaduti al di fuori dell'Europa, potrebbe in parte manifestarsi nei prezzi delle materie prime alimentari. Ci sono, ad esempio, evidenze che nel 2023-2024 El Niño (un fenomeno climatico naturale che può avere conseguenze meteorologiche estreme) sta influenzando i prezzi delle materie prime alimentari mondiali (cfr. il riquadro 1 *Rischi derivanti da El Niño per i prezzi delle materie prime alimentari a livello mondiale* nel numero 6/2023 di questo Bollettino. Tuttavia, anche gli eventi meteorologici estremi in Europa possono avere impatti diretti sui prezzi al consumo degli alimenti, soprattutto se non sono destinati al mercato globale, come, ad esempio, nel caso dei prezzi di frutta o verdura fresche. A titolo esemplificativo, si stima che l'eccezionale ondata di calore che ha interessato l'Europa nell'estate del 2022 abbia comportato un aumento dei prezzi al consumo dei beni alimentari dell'area dell'euro pari a circa 0,8 punti percentuali dopo un anno (cfr. Kuik, F., Modery, W., Nickel, C. e Parker, M., "The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy", *Il Blog della BCE*, 12 dicembre 2023). Per ulteriori evidenze, cfr. anche il riquadro 3 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

materie prime alimentari strettamente connesse ai relativi input e la cui produzione richiedeva un impiego di energia elevato.

La rilevanza del ruolo rivestito dai costi energetici e, in misura minore, dalle materie prime alimentari, è corroborata dai risultati di un modello (cfr. il grafico C). Secondo un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR), la deviazione della componente alimentare dell'inflazione dalla sua media di più lungo periodo nel corso degli ultimi due anni è stata influenzata in misura significativa dall'aumento dei costi dell'energia. Anche i prezzi in euro delle materie prime alimentari mondiali e quelli alla produzione delle materie prime alimentari dell'area sono stati fattori importanti⁷. L'impatto dei prezzi alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro mostrato nel modello corrisponde alla differenza dopo aver tenuto in considerazione l'impatto dei prezzi alla produzione dei beni energetici. Analogamente, l'impatto dei prezzi alla produzione del settore alimentare dell'area dell'euro mostra il contributo di tale settore ai prezzi al consumo, al netto degli impatti dei prezzi alla produzione, dei beni energetici e delle materie prime alimentari mondiali e dell'area dell'euro. Ciò significa che il contributo proveniente dai prezzi alla produzione del settore alimentare mostrato nel grafico C riflette fattori derivanti dalla componente manifatturiera dei prezzi al consumo dei beni alimentari non legati a quelli degli input energetici e alimentari. Nel complesso, se si considera tale contributo insieme al restante contributo senza spiegazione del modello, una parte significativa dell'impennata dell'inflazione alimentare resta inspiegabile⁸. Ciò potrebbe rispecchiare caratteristiche non esplicitamente inserite nel modello a causa della scarsità di dati adatti, ad esempio fattori interni, quali salari e profitti. Tali fattori sono rilevanti sia per la componente manifatturiera sia per quelle della distribuzione e della vendita al dettaglio dei prezzi al consumo degli alimenti. Il modello potrebbe anche non riuscire a cogliere impatti non lineari sui prezzi dei prodotti alimentari dell'impennata dei costi dell'energia.

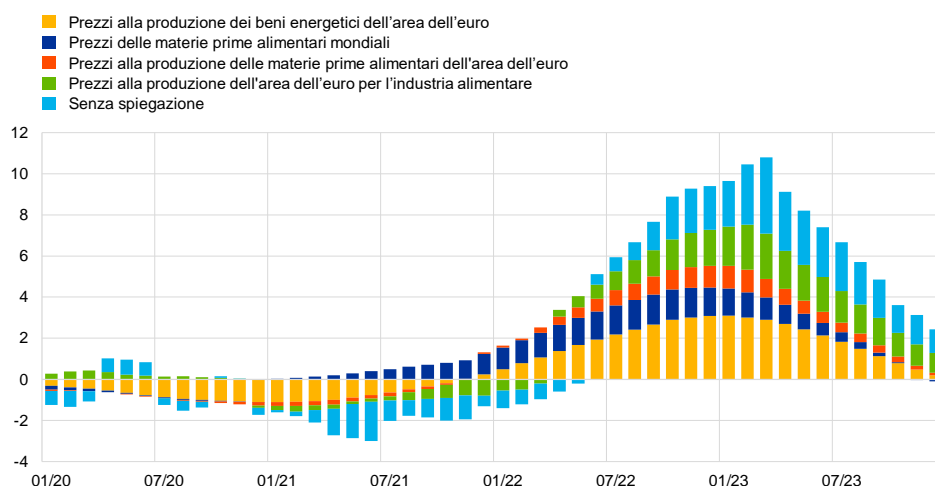
⁷ Il contributo derivante dai prezzi delle materie prime alimentari mondiali potrebbe tuttavia riflettere, in parte, anche gli aumenti registrati a livello mondiale nei prezzi dell'energia. Inoltre, poiché per l'analisi del modello le materie prime alimentari mondiali sono denominate in euro, il contributo in base al modello potrebbe riflettere altresì l'impatto delle oscillazioni dei tassi di cambio.

⁸ Anche dopo aver tenuto conto del numero più elevato di shock identificati (tra cui i prezzi delle materie prime energetiche e alimentari), un recente studio evidenzia anche che un'ampia parte dell'impennata della componente alimentare dell'inflazione non ha spiegazione (cfr. Bañura, M., Bobeica, E. e Hernández, C.M., "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper Series*, n. 2875, BCE, novembre 2023).

Grafico C

Rappresentazione basata su un modello delle determinanti dei prezzi al consumo dei beni alimentari dell'area dell'euro

(contributi in punti percentuali alle deviazioni dalla media di lungo periodo)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la scomposizione basata su un modello BVAR dei fattori alla base della deviazione della componente alimentare dell'inflazione dell'area dell'euro dalla sua media di lungo periodo (e condizione di partenza), utilizzando lo [strumentario BEAR](#) della BCE. I costi energetici sono approssimati dall'indice dei prezzi alla produzione dell'area dell'euro per il settore dell'energia. I prezzi delle materie prime alimentari mondiali (in euro) provengono dall'HWWI; i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro provengono dalla BCE, sulla base dei dati della Commissione europea. L'identificazione delle determinanti segue la scomposizione illustrata da Choleski come in Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R. e Onorante, L., "Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy", *International Journal of Central Banking*, vol. 8, marzo 2012, pagg. 179-218, che impone il seguente ordine di innovazioni: prezzi delle materie prime alimentari mondiali, prezzi alla produzione dei beni energetici dell'area dell'euro, prezzi alla produzione delle materie prime alimentari dell'area dell'euro, prezzi alla produzione nel settore alimentare, prezzi al consumo. Tale ordinamento è coerente con l'ipotesi della catena di formazione dei prezzi. Campione di stima da dicembre 1996 a dicembre 2023.

Fattori interni, quali gli andamenti di salari e profitti, si sono distinti gradualmente come determinanti dalla rilevanza crescente dell'aumento dei prezzi al consumo dei beni alimentari.

La scomposizione basata sul modello suggerisce che i prezzi degli input energetici e quelli connessi ai prodotti alimentari non può spiegare in modo esaustivo l'impennata e i conseguenti livelli elevati dell'aumento dei prezzi al consumo degli alimenti a partire dalla metà del 2022 circa (cfr. la voce "Senza spiegazione" nel grafico C). Come trattato già sopra, una probabile spiegazione risiede nel contributo dei fattori interni. Ad esempio, per compensare le perdite in termini di reddito reale dei lavoratori, i salari nei settori dell'agricoltura e della manifattura di cibo sono aumentati del 6,2 e 3,5 per cento, rispettivamente, nel 2022 su base annua, e poi ulteriormente di una percentuale lievemente superiore al 5 in entrambi i settori nei primi tre trimestri del 2023 (cfr. il grafico D)⁹. Analogamente, le retribuzioni nel settore trasporto e stoccaggio, che rappresenta un segmento importante della catena di distribuzione al dettaglio dei prodotti alimentari, sono aumentate del 4,3 per cento nel 2022 e del 6,3 nei primi tre trimestri del 2023. Ciò significa che la crescita delle retribuzioni in tali settori, che riflette parzialmente gli aumenti dei salari minimi, è stata lievemente superiore alla

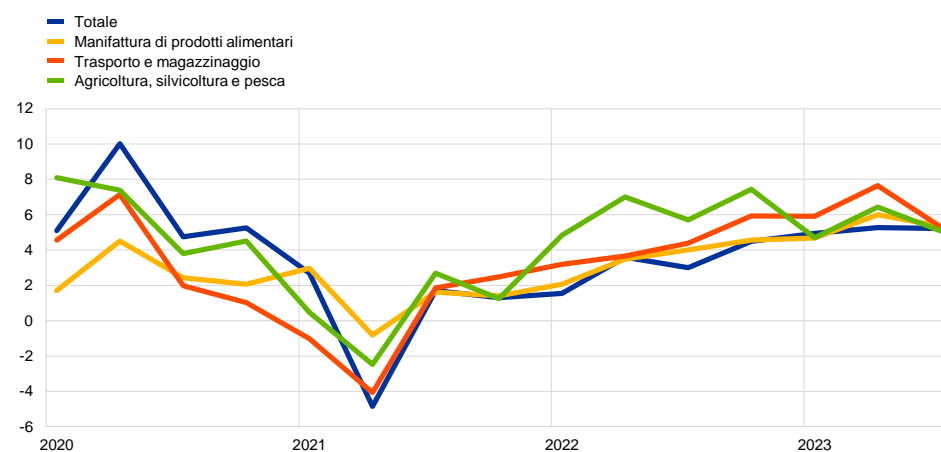
⁹ In confronto a un aumento medio annuo di retribuzioni e salari per i settori dell'agricoltura e della manifattura alimentare pari rispettivamente all'1,6 e all'1,9 per cento tra il 2009 e il 2019. Le elaborazioni si basano su dati Eurostat.

crescita salariale dell'intera economia¹⁰. Mentre i dati di contabilità nazionale mostrano che i profitti per unità di prodotto nel settore agricolo hanno registrato un marcato aumento, i dati relativi ai profitti per i settori della manifattura e distribuzione al dettaglio dei prodotti alimentari sono scarsi. Sebbene i volumi venduti (misurati dall'indice del fatturato deflazionato con le vendite al dettaglio di alimenti e bevande) siano in qualche misura diminuiti nel periodo caratterizzato da inflazione elevata, alla fine del 2023 si collocavano al di sotto del livello del 2019 solo dell'1 per cento, ma il livello dei prezzi era superiore a quello del 2019 del 26 per cento, in media. Ciò potrebbe suggerire una reazione lenta della domanda alle variazioni dei prezzi del settore alimentare.

Grafico D

Andamenti salariali in alcuni settori rilevanti per i prezzi al consumo dei beni alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023. I dati per i settori "Manifattura di prodotti alimentari" e "Trasporto e stoccaggio" si riferiscono a retribuzioni e salari lordi per ora lavorata (dalle statistiche a breve termine dell'Eurostat), mentre i dati per la voce "Totale" e per il settore "Agricoltura, silvicoltura e pesca" si riferiscono ai redditi per ora lavorata (dai dati di contabilità nazionale).

In sintesi, la componente alimentare dell'inflazione dell'area dell'euro ha dapprima registrato un brusco aumento, in seguito ai prezzi elevati delle materie prime energetiche e alimentari, mentre più recentemente si è mantenuta alta a causa del contributo di fattori interni. Gli shock ai prezzi delle

materie prime energetiche e alimentari, di entità eccezionale e derivanti principalmente da fattori esterni, si stanno attenuando: ci si aspetta che tale circostanza contribuisca a una moderazione dell'inflazione dei beni alimentari nell'anno in corso. Tale flessione sarà probabilmente graduale, in considerazione della forte crescita salariale, soprattutto con gli aumenti dei salari minimi.

¹⁰ Nel 2022 e in particolare nel 2023 i salari minimi in molti paesi dell'area dell'euro sono aumentati, contribuendo alla crescita salariale complessiva. Cfr. il riquadro 4 *I salari minimi e il loro ruolo per la crescita salariale nell'area dell'euro* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

5 Un aggiornamento sull'accuratezza delle recenti proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'inflazione a breve termine

a cura di Mohammed Chahad, Anna Hofmann-Drahonsky, Catalina Martínez Hernández e Adrian Page

Negli ultimi anni prevedere l'inflazione è stato estremamente arduo per via dei forti shock che hanno colpito l'economia dell'area dell'euro. La straordinaria serie di quelli osservati dopo il 2019, tra i quali la pandemia di coronavirus (COVID-19) e la guerra mossa dalla Russia all'Ucraina, ha determinato un forte aumento dell'inflazione. Si è trattato di shock di natura eccezionale ed entità così vasta che valutarne in tempo reale la trasmissione nell'economia e ai prezzi al consumo ha comportato significative difficoltà. Occorre sottolineare che svariati di essi non rientravano nelle regolarità storiche, limitando fortemente la possibilità di estrapolare dagli andamenti passati. Per fornire un'indicazione più precisa dell'incertezza che caratterizzava il periodo, le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE hanno iniziato a contemplare scenari alternativi¹.

Gli errori nelle proiezioni degli esperti per l'inflazione a breve termine sono aumentati a partire dal secondo semestre del 2021, per poi diminuire significativamente nel 2023. Nel 2022 la BCE ha pubblicato un'analisi delle ragioni alla base del peggioramento osservato dalla metà del 2021 nella performance delle proiezioni formulate dagli esperti per l'inflazione². Nel 2023 un'ulteriore analisi ha valutato l'impatto che la guerra in Ucraina e i conseguenti shock dal lato dell'offerta energetica avevano esercitato sull'accuratezza delle proiezioni nel 2022³. Queste analisi hanno evidenziato l'esistenza, nelle proiezioni di inflazione, di ampi errori generalizzati, non solo tra i diversi previsori, ma anche tra le varie economie. Ciò ha messo in luce il ruolo preponderante svolto dai fattori globali nel contesto dei rialzi senza precedenti dei prezzi delle materie prime (soprattutto nel comparto energetico). Tuttavia, nel corso del 2022, la frazione dell'errore complessivo di proiezione derivante dai prezzi delle materie prime energetiche o dalle altre ipotesi esogene (come quantificata mediante gli strumenti standard dell'Eurosistema e della BCE) è diminuita, mettendo in rilievo il ruolo degli altri shock eccezionali, come quelli

¹ Nel 2020 e nel 2021 ciascuna serie di proiezioni trimestrali degli esperti ha incluso analisi di scenario basate su ipotesi alternative circa l'evoluzione futura della pandemia di COVID-19 e le sue conseguenze economiche. Nel 2022 gli scenari alternativi si sono concentrati sulle conseguenze economiche della guerra in Ucraina, soprattutto in relazione alle incertezze riguardanti l'approvvigionamento energetico. Più di recente l'analisi di scenario ha privilegiato rischi più specifici, quali un rallentamento dell'economia cinese o una possibile escalation del conflitto nell'area del Mar Rosso.

² Cfr. 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 *La capacità predittiva delle proiezioni macroeconomiche elaborate dall'Eurosistema e dalla BCE dalla crisi finanziaria in poi* nel numero 8/2019 di questo Bollettino. Inoltre, attraverso il Portale dati della BCE è liberamente consultabile una [banca dati completa delle passate proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE](#), che consente ai ricercatori di valutare facilmente la capacità predittiva di tali esercizi. I processi e gli strumenti impiegati per la formulazione delle proiezioni da parte degli esperti sono illustrati in una [guida](#) disponibile sul sito Internet della BCE.

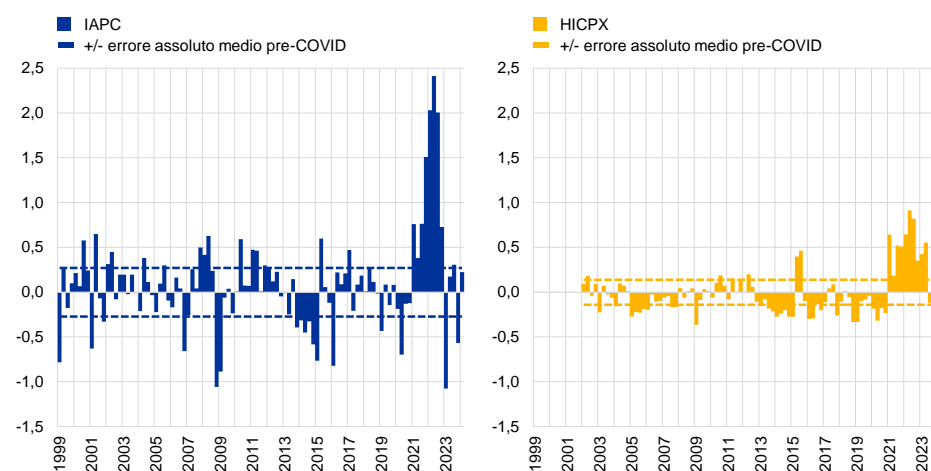
³ Cfr. il riquadro 6 *Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE* nel numero 1/2023 di questo Bollettino.

causati dalla riapertura delle attività economiche dopo la pandemia e dalle strozzature lungo le catene di approvvigionamento mondiali, di cui ha principalmente risentito l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici (HICPX). Il presente riquadro aggiorna tali analisi, concentrandosi sul periodo più recente. Il grafico A riporta gli errori un trimestre in avanti (calcolati come differenza tra i dati effettivi di un dato trimestre e le relative proiezioni) sia per l'inflazione misurata sullo IAPC sia per quella misurata sull'HICPX e mostra che il netto peggioramento osservato nell'efficacia predittiva ha interessato il periodo compreso tra la metà del 2021 e l'inizio del 2023. Da allora l'accuratezza delle proiezioni degli esperti è complessivamente tornata sui livelli precedenti la pandemia, in particolare per l'inflazione misurata sullo IAPC⁴. Quanto all'inflazione misurata sull'HICPX, gli errori osservati nel 2023 sono stati più contenuti, ma ancora lievemente elevati rispetto ai valori storici. Partendo dai dati disponibili per i primi due mesi del 2024 e dall'ipotesi che l'inflazione rimanga invariata a marzo 2024, l'errore di previsione per l'inflazione misurata sullo IAPC nel primo trimestre del 2024 sarà pari a -0,2 punti percentuali, mentre il dato per l'inflazione misurata sull'HICPX risulterà in linea con le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE.

Grafico A

Errori un trimestre in avanti nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE

(in punti percentuali)



Fonti: proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'area dell'euro ed Eurostat.
 Note: si definisce errore la differenza tra il valore effettivo osservato in un dato trimestre e la proiezione elaborata per quel trimestre nel trimestre precedente (ad esempio, la differenza tra il dato effettivo del quarto trimestre del 2022 e il dato previsto per tale periodo nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2022). I dati per il primo trimestre del 2024 rappresentano gli errori medi basati sui dati pubblicati disponibili (che coprono solo gennaio e febbraio 2024) e sull'ipotesi che i tassi di inflazione rimangano invariati a marzo 2024.

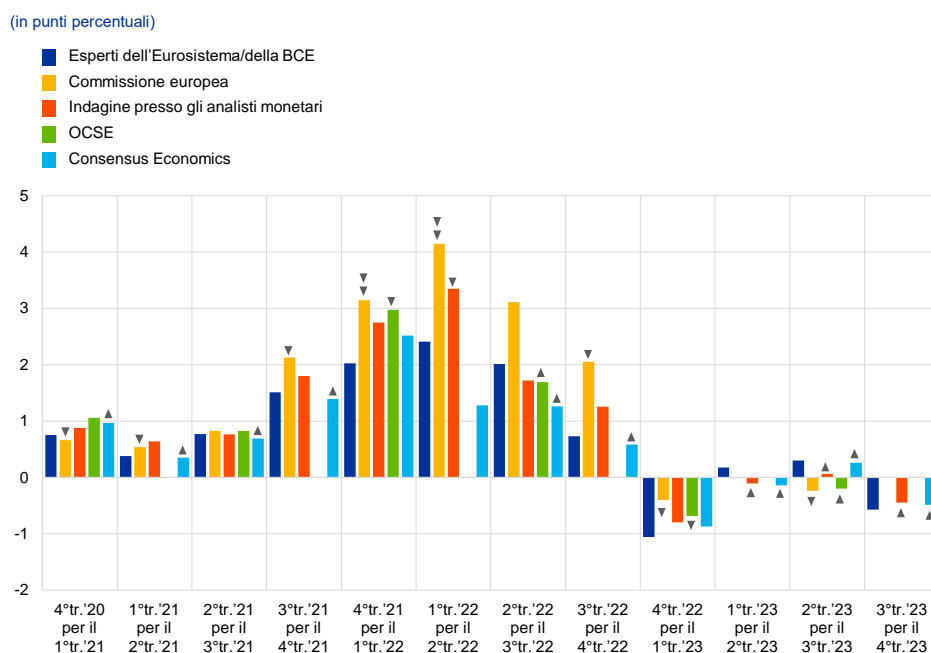
Nel corso dell'ultimo anno anche le previsioni di inflazione per l'area dell'euro elaborate da altre istituzioni internazionali e dagli analisti del settore privato sono migliorate in termini di accuratezza. Le proiezioni per l'inflazione a breve termine degli esperti dell'Eurosistema e della BCE e quelle degli altri previsori sono state molto simili per segno ed entità degli errori di previsione (cfr. il grafico B).

⁴ Andamenti analoghi sono riscontrabili per l'orizzonte a quattro trimestri. Anche gli errori quattro trimestri in avanti relativi all'inflazione misurata sullo IAPC e, in misura minore, a quella misurata sull'HICPX sono diminuiti nel 2023 e attualmente si collocano su livelli prossimi a quelli precedenti la pandemia.

Nel raffrontare tali proiezioni è importante tenere conto delle differenti date di pubblicazione delle varie previsioni (che comportano differenti informazioni a disposizione dei previsori), come indicato dalle frecce nel grafico B. Tutti i principali previsori hanno fortemente sottostimato il forte aumento dell'inflazione nel periodo 2021-2022, prima di essere sorpresi dalla rapidità del suo calo nel primo trimestre del 2023; gli errori osservati a partire da allora sono stati significativamente più contenuti e meno sistematici.

Grafico B

Errori un trimestre in avanti nelle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC formulate dai diversi previsori



Fonti: proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE, Consensus Economics, indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), Commissione europea, OCSE ed Eurostat.

Note: gli errori sono calcolati come differenza tra il dato effettivo e la proiezione. Le etichette sull'asse delle ascisse indicano il trimestre in cui sono state pubblicate le proiezioni e il trimestre a cui si riferiscono (ad esempio, "4° tr. '20 per il 1° tr. '21" indica le proiezioni per il primo trimestre del 2021 pubblicate nel quarto trimestre del 2020). Per i previsori diversi dall'Eurosistema e dalla BCE, sono riportati gli errori relativi alle pubblicazioni con data limite di aggiornamento dei dati prossima a quella delle corrispondenti proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE. Per l'indagine SMA i dati rappresentano la mediana delle risposte fornite dai partecipanti, mentre per Consensus Economics i dati rappresentano la media. Le frecce al di sopra/al di sotto degli istogrammi indicano le differenze nel numero di mesi di dati sullo IAPC disponibili al momento della chiusura di ciascuna pubblicazione rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE: una freccia verso l'alto indica un mese in più di dati, una freccia verso il basso indica un mese in meno di dati e due frecce verso il basso indicano due mesi in meno di dati. Le proiezioni trimestrali elaborate dall'OCSE sono disponibili solo due volte l'anno e, pertanto, non sono riportati errori per il primo e il terzo trimestre. Riguardo alle previsioni per il quarto trimestre del 2023, nelle previsioni dell'estate 2023 la Commissione europea non ha pubblicato proiezioni trimestrali, per cui non sono riportati errori per quel periodo. I dati utilizzati per le proiezioni formulate dagli esperti della BCE a settembre 2023 sono aggiornati al 30 agosto 2023. Sebbene la stima preliminare dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro sia stata pubblicata il giorno successivo, sono stati inclusi i dati preliminari relativi a cinque paesi (che rappresentano il 45 per cento dello IAPC complessivo dell'area), con il risultato che il dato utilizzato non si è fatto discostare dalla stima preliminare per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC pubblicata dall'Eurostat.

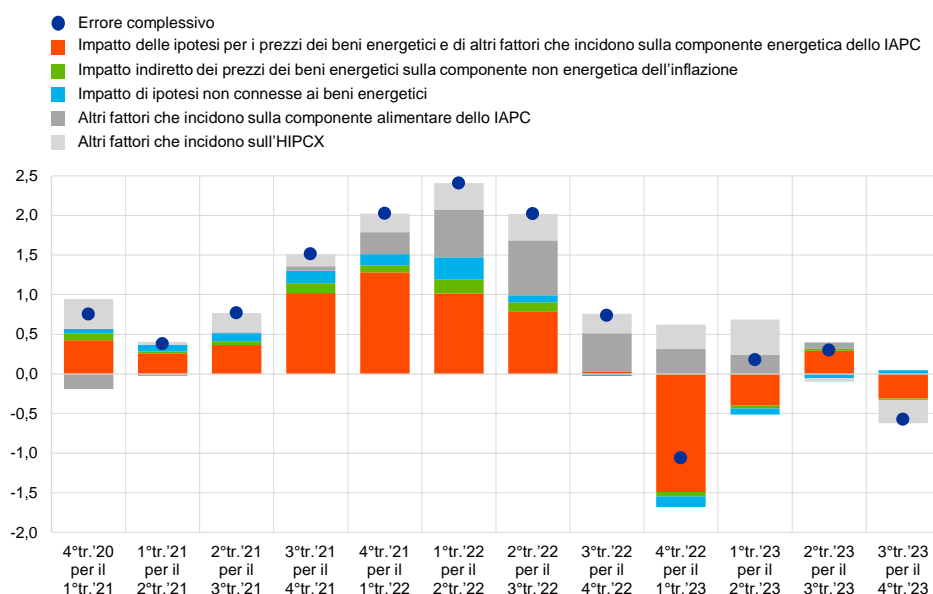
Le determinanti degli errori di proiezione sono cambiate nel tempo. Il grafico C scompone gli errori di proiezione relativi all'inflazione misurata sullo IAPC in base alle determinanti. Ai prezzi dell'energia è riconducibile la maggior parte degli errori fino all'inizio del 2022, quando ha iniziato a svolgere un ruolo importante anche un inatteso e considerevole rialzo dei prezzi dei beni alimentari (come mostra la porzione grigio scuro degli istogrammi, che indica, sulla base delle elasticità standard, il contributo fornito dagli errori relativi alla componente alimentare dello

IAPC non imputabili a errori nelle ipotesi)⁵. Fino al secondo trimestre del 2023 è stato altresì significativo l'impatto degli errori relativi all'inflazione misurata sull'HICPX. Nel 2023 i prezzi dell'energia hanno nuovamente iniziato a dare luogo a errori consistenti, ma a risultare inattesa, questa volta, è stata la velocità del loro calo.

Grafico C

Scomposizione dei recenti errori di previsione un trimestre in avanti per l'inflazione misurata sullo IAPC nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE

(in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Errore complessivo" rappresenta la differenza tra il dato effettivo e la proiezione. Le etichette sull'asse delle ascisse indicano il trimestre in cui sono state pubblicate le proiezioni e il trimestre a cui si riferiscono (ad esempio, "4° tr. '20 per il 1° tr. '21" indica le proiezioni per il primo trimestre del 2021 pubblicate nel quarto trimestre del 2020). La voce "Impatto indiretto dei prezzi dei beni energetici sulla componente non energetica dell'inflazione" rappresenta la somma degli effetti indiretti dei prezzi di petrolio, gas ed elettricità. Per il petrolio, questi sono basati sulle elasticità ricavate dai modelli macroeconomici utilizzati dagli esperti dell'Eurosistema; per gas ed elettricità, ipotizzano un'elasticità proporzionale allo shock subito dai corsi petroliferi. La voce "Impatto di ipotesi non connesse ai beni energetici" si riferisce alle ipotesi riguardanti i tassi di interesse a breve e a lungo termine, le quotazioni del mercato azionario, la domanda estera, i prezzi all'esportazione dei concorrenti, i prezzi dei beni alimentari e il tasso di cambio.

Inizialmente gran parte degli errori nella componente energetica dello IAPC era riconducibile a errori nelle ipotesi relative ai prezzi delle materie prime, ma in seguito la natura sempre più complessa della trasmissione dei prezzi dell'energia ha iniziato a svolgere un ruolo più incisivo. Nelle proiezioni elaborate dagli esperti, le aspettative del mercato su diverse variabili fondamentali (comprese quelle incorporate nei prezzi dei contratti future per le materie prime energetiche) sono utilizzate come ipotesi esogene. In fasi meno eccezionali, a queste "ipotesi tecniche", in particolare quelle relative ai corsi petroliferi, è ascrivibile la maggior parte degli errori osservati nelle previsioni di inflazione dei

⁵ Cfr. il riquadro 4 *Determinanti dell'inflazione dei beni alimentari nell'area dell'euro negli ultimi due anni* in questo numero del Bollettino.

beni energetici⁶. Al crescente dissociarsi dei prezzi del gas da quelli del petrolio, i modelli impiegati per le proiezioni dagli esperti dell'Eurosistema sono stati aggiornati per includere i prezzi del gas come canale distinto, separato dai corsi petroliferi. Il grafico D presenta una scomposizione degli errori nelle proiezioni di inflazione dei beni energetici (corrispondenti alle porzioni rosse degli istogrammi nel grafico C) sulla base di questi modelli modificati. A differenza dei periodi precedenti, negli ultimi anni i corsi del petrolio hanno svolto un ruolo relativamente limitato nel determinare gli errori, mentre sono stati significativi gli errori imputabili alle ipotesi sui prezzi del gas. Tuttavia il grafico D mostra anche che, persino in presenza di previsioni perfette riguardo all'andamento dei prezzi del petrolio e del gas, i modelli avrebbero continuato a sottostimare in misura rilevante l'inflazione dei beni energetici nel 2022 e a sovrastimarla marcatamente nel primo trimestre del 2023 (come indicato dalle porzioni blu degli istogrammi, che rappresentano tutti gli errori non riconducibili alle ipotesi tecniche). Ciò, probabilmente, riflette la complessità insita nella determinazione dei prezzi al consumo di gas ed elettricità nei vari paesi dell'area dell'euro, cui si è aggiunta l'adozione di ingenti misure di bilancio volte a limitare l'impatto degli shock subiti dai prezzi dell'energia⁷. Potrebbe inoltre riflettere non linearità nella trasmissione dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo, che in questo periodo potrebbero essere state consistenti.

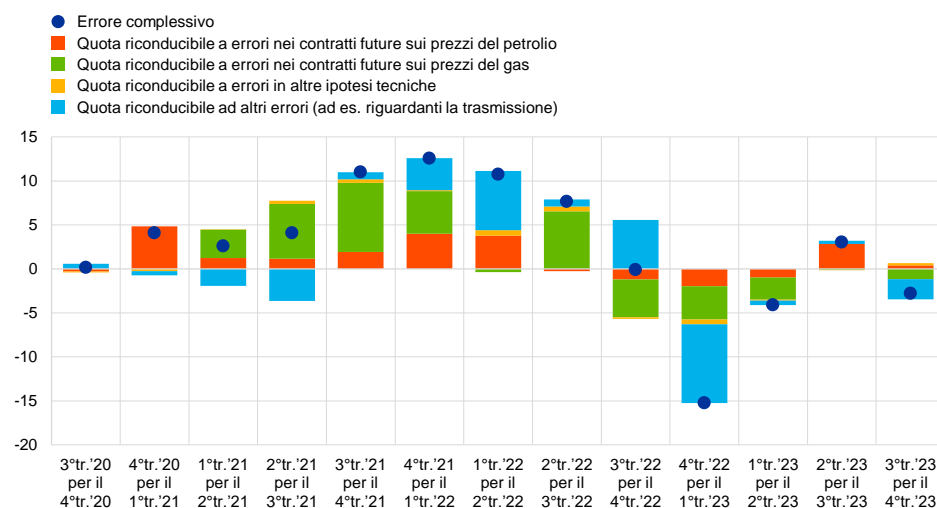
⁶ Tra il quarto trimestre del 2001 e il quarto trimestre del 2019 (ossia prima della pandemia), nelle proiezioni un trimestre in avanti relative alla componente energetica dello IAPC la quota mediana degli errori totali riconducibile a errori nelle ipotesi sui prezzi del petrolio era pari a circa il 90 per cento; tra il primo trimestre del 2020 e il quarto trimestre del 2023 tale quota era scesa a circa il 40 per cento.

⁷ Cfr. l'articolo 1 *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo* nel numero 4/2022 di questo Bollettino; il riquadro 5 *Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi* nel numero 1/2023 di questo Bollettino; e il riquadro 8 *Misure di bilancio in risposta allo shock energetico e inflazionistico e ai cambiamenti climatici* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

Grafico D

Scomposizione dei recenti errori di previsione un trimestre in avanti della componente energetica dello IAPC nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE

(in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Errore complessivo" rappresenta la differenza tra il dato effettivo e la proiezione. Le etichette sull'asse delle ascisse indicano il trimestre in cui sono state pubblicate le proiezioni e il trimestre a cui si riferiscono (ad esempio, "4° tr. '20 per il 1° tr. '21" indica le proiezioni per il primo trimestre del 2021 pubblicate nel quarto trimestre del 2020). La scomposizione si basa sulle elasticità, aggiornate a fine 2023, ricavate dai modelli impiegati per le proiezioni macroeconomiche dagli esperti dell'Eurosistema.

Una scomposizione storica dell'inflazione misurata sull'HICPX conferma l'elevato contributo fornito dagli effetti indiretti dei bruschi rialzi dei prezzi dei beni energetici dopo la pandemia e segnala una trasmissione senza precedenti di tali shock di portata eccezionale.

Alla luce degli incrementi inaspettatamente marcati dell'inflazione misurata sull'HICPX negli ultimi tempi, gli esperti della BCE hanno sviluppato un modello BVAR strutturale ampio che individua un'estesa varietà di shock dal lato della domanda e dell'offerta⁸. Una scomposizione storica basata su questo modello mostra che il forte aumento dell'inflazione misurata sull'HICPX dopo la pandemia è stato determinato dal contemporaneo verificarsi di numerosi shock (cfr. il grafico E). Gran parte dell'aumento dell'inflazione misurata sull'HICPX dopo la pandemia è stato provocato dagli shock dal lato dell'offerta, in particolare dagli effetti indiretti indotti dai rialzi senza precedenti dei prezzi del gas e dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento mondiali. Anche gli shock dal lato della domanda, tuttavia, hanno rappresentato un'importante determinante della dinamica osservata nel periodo post-pandemico, a causa della ripresa della domanda interna e mondiale dopo la riapertura delle attività economiche, benché solo a partire dal 2022. A seguito degli interventi di politica monetaria messi in atto dalla BCE, nel 2023 il contributo degli shock dal lato della domanda aggregata ha iniziato a ridursi, contribuendo al processo di disinflazione. Come mostra il grafico E, la quota della dinamica complessiva dell'HICPX che non può essere spiegata dal modello (rappresentata dalla voce "Altri fattori") aumenta significativamente a partire dal 2022. Ciò potrebbe segnalare una trasmissione non lineare dei grandi shock

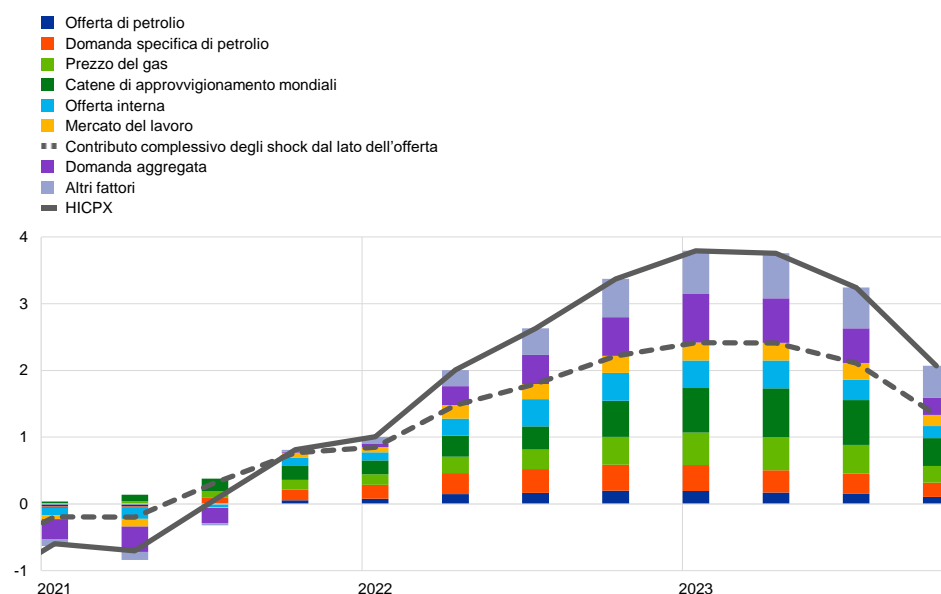
⁸ Cfr. Bańbura, M., Bobeica, E. e Martínez Hernández, C., "What drives core inflation? The role of supply shocks", *Working Paper Series*, n. 2875, BCE, 2023.

osservati nel 2021 che i modelli lineari standard non sono in grado di cogliere. Le evidenze ricavate da questo modello dimostrano che, nella modellizzazione e previsione dell'inflazione nell'area dell'euro, è importante includere indicatori delle catene di approvvigionamento mondiali e dei prezzi del gas, nonché considerare metodi di modellizzazione alternativi.

Grafico E

Scomposizione basata su modelli dell'inflazione misurata sull'HICPX

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; deviazioni dalla media implicita nel modello)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la media puntuale della distribuzione a posteriori della scomposizione storica dell'inflazione misurata sull'HICPX sulla base di un modello BVAR strutturale ampio con shock individuati utilizzando restrizioni di segno e nulle. L'ultima scomposizione si riferisce al quarto trimestre del 2023.

Sebbene gli errori di proiezione dell'inflazione siano ora tornati su livelli più prossimi alla norma, gli esperti continuano ad affinare gli strumenti impiegati per formulare le previsioni, fornendo analisi aggiuntive in grado di informare le proiezioni in periodi di elevata incertezza. Gli esperti continuano a lavorare per mantenere i propri strumenti di previsione in linea con le tecniche più avanzate e sviluppare un insieme più diversificato di modelli. Tale processo è supportato da confronti regolari nell'ambito dei consessi tecnici dell'Eurosistema e da discussioni con esponenti del mondo accademico. Un esempio in tal senso è la modellizzazione più articolata dei prezzi del gas e delle catene di approvvigionamento mondiali richiamata in precedenza. Un altro esempio è lo sviluppo di modelli di apprendimento automatico (machine learning) che cercano di cogliere alcune delle non linearità descritte; un modello di questo tipo è stato incluso nell'insieme degli strumenti utilizzati dagli esperti per la regolare verifica incrociata dello scenario di base delle loro proiezioni⁹. Inoltre gli esperti continuano a elaborare strumenti per la valutazione dei rischi che caratterizzano gli scenari di base, avvalendosi di un'ampia varietà di analisi di sensibilità e scenari alternativi. A partire da marzo 2023 le

⁹ Cfr. Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J., "Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach", *Working Paper Series*, n. 2830, BCE, 2023.

proiezioni degli esperti sono presentate utilizzando grafici di tipo “fan chart”, che mettono in evidenza il grado di incertezza, soprattutto sugli orizzonti temporali più lunghi¹⁰. Tali ulteriori approfondimenti rappresentano un importante contributo per le decisioni di politica monetaria della BCE, integrando gli scenari di base delle proiezioni e le altre analisi condotte dagli esperti.

¹⁰ Cfr., ad esempio, il grafico 4 in *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024*.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 1° novembre 2023 al 30 gennaio 2024

a cura di Nikolaus Solonar e María González da Silva

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2023. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato il periodo dal 1° novembre 2023 al 30 gennaio 2024 (il "periodo di riferimento").

La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel periodo di riferimento. Ciò è dipeso principalmente dalla scadenza della sesta operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III.6) e dai rimborsi anticipati da parte delle banche, il 20 dicembre 2023, di altri fondi ottenuti mediante le OMRLT. Anche l'offerta di liquidità è diminuita, a causa delle minori consistenze detenute nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) a seguito della sospensione dei reinvestimenti nell'ambito del programma agli inizi di luglio 2023. La riduzione dell'offerta di liquidità è stata in parte compensata dalla continua diminuzione dei fattori autonomi netti, dovuta principalmente ai minori depositi delle amministrazioni pubbliche e osservata da quando, a luglio 2022, i tassi di riferimento della BCE sono diventati positivi.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 104,1 miliardi di euro, scendendo a 1.630,9 miliardi nel periodo di riferimento.

Ciò è quasi interamente imputabile a una flessione, pari a 102,3 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.467,7 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), determinata da una contrazione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità. Le riserve obbligatorie minime sono diminuite, di 1,8 miliardi di euro, fino a 163,2 miliardi.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 67,1 miliardi di euro, raggiungendo 2.653,5 miliardi, principalmente a causa di un calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche e degli altri fattori autonomi. I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la voce "Passività" della tavola A) sono scesi, in media, di 40,3 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, a 182,3 miliardi. Ciò riflette la perdurante normalizzazione del volume complessivo delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali e la loro maggiore propensione a collocare tali disponibilità sul mercato a seguito delle variazioni nella remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, nonché dei minori depositi delle amministrazioni pubbliche, che in

genere diminuiscono alla fine dell'anno. La normalizzazione delle condizioni di mercato dei pronti contro termine e i relativi tassi più elevati rispetto a quello a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) hanno inoltre reso gli investimenti di mercato un'opzione più appetibile rispetto ai depositi presso l'Eurosistema. Il valore medio delle banconote in circolazione è diminuito di 6,1 miliardi di euro nel periodo di riferimento, scendendo a 1.553,7 miliardi di euro e riflettendo la prosecuzione della riduzione delle disponibilità di banconote osservata a partire dal momento in cui i tassi di riferimento della BCE sono diventati positivi a luglio 2022.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 35,4 miliardi di euro, collocandosi a 1.186,2 miliardi (cfr. la sezione “Attività” della tavola A)¹. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono cresciute di 18,1 miliardi. Ciò è da ricondurre in larga misura alla protratta diminuzione delle passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. A sua volta questo riflette cambiamenti nelle strategie di gestione della liquidità dei clienti dei servizi di gestione delle riserve dell'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), data la revisione al ribasso della remunerazione dei depositi detenuti nell'ambito dell'ERMS, avvenuta il 1° maggio 2023. Le attività nette sull'estero sono aumentate di 17,3 miliardi di euro, riflettendo la riallocazione di attività proprie da parte di alcune banche centrali nazionali a favore delle riserve in valuta estera.

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

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024						Periodo di riferimento precedente: 2 agosto - 31 ottobre 2023	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 1 novembre - 19 dicembre 2023		Ottavo periodo di mantenimento: 20 dicembre 2023 - 30 gennaio 2024		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.653,5	(-67,1)	2.656,2	(-47,1)	2.650,3	(-5,8)	2.720,6	(-83,0)
Banconote in circolazione	1.553,7	(-6,1)	1.551,1	(-3,6)	1.556,7	(+5,6)	1.559,8	(-5,5)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	182,3	(-40,3)	194,1	(-28,6)	168,4	(-25,7)	222,6	(-32,8)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	917,5	(-20,7)	910,9	(-14,9)	925,1	(+14,2)	938,2	(-44,7)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	8,1	(-1,4)	8,1	(-1,9)	8,1	(+0,0)	9,5	(-5,1)
Riserve obbligatorie minime²⁾	163,2	(-1,8)	163,9	(-0,7)	162,3	(-1,6)	165,0	(-0,0)
Depositi presso la banca centrale	3.520,5	(-94,6)	3.548,8	(-28,6)	3.487,4	(-61,4)	3.615,1	(-300,3)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024						Periodo di riferimento precedente: 2 agosto - 31 ottobre 2023	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 1 novembre - 19 dicembre 2023		Ottavo periodo di mantenimento: 20 dicembre 2023 - 30 gennaio 2024		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.186,2	(+35,4)	1.159,2	(-4,8)	1.217,7	(+58,4)	1.150,8	(+18,0)
Attività nette sull'estero	944,8	(+17,3)	933,3	(+2,0)	958,3	(+25,1)	927,5	(-10,5)
Attività nette denominate in euro	241,4	(+18,1)	226,0	(-6,8)	259,3	(+33,4)	223,3	(+28,5)
Strumenti di politica monetaria	5.159,4	(-200,0)	5.218,2	(-73,2)	5.091,0	(-127,3)	5.359,5	(-406,7)
Operazioni di mercato aperto	5.159,4	(-200,0)	5.218,2	(-73,2)	5.090,9	(-127,3)	5.359,4	(-406,7)
Operazioni di credito	457,4	(-110,8)	503,2	(-20,4)	404,1	(-99,0)	568,2	(-329,3)
ORP	7,6	(+0,8)	7,3	(-0,9)	7,9	(+0,6)	6,8	(+0,5)
ORLT a tre mesi	4,4	(-3,8)	4,7	(-2,7)	4,0	(-0,7)	8,2	(+4,3)
OMRLT-III	445,5	(-107,8)	491,2	(-16,8)	392,3	(-98,9)	553,3	(-334,2)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.702,0	(-89,3)	4.715,0	(-53,0)	4.686,8	(-28,2)	4.791,2	(-77,3)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per ORLT le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e per OMRLT-III la terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine.

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024						Periodo di riferimento precedente: 2 agosto - 31 ottobre 2023	
	Settimo e ottavo periodo di mantenimento		Settimo periodo di mantenimento: 1 novembre - 19 dicembre 2023		Ottavo periodo di mantenimento: 20 dicembre 2023 - 30 gennaio 2024		Quinto e sesto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	1.630,9	(-104,1)	1.661,2	(-42,9)	1.595,5	(-65,8)	1.735,0	(-101,3)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.467,7	(-102,3)	1.497,3	(-42,2)	1.433,1	(-64,2)	1.570,0	(-101,3)
Liquidità in eccesso ³⁾	3.528,5	(-96,0)	3.556,9	(-30,5)	3.495,4	(-61,5)	3.624,5	(-305,3)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Calcolate come somma fra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto agli obblighi di riserva e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 1 novembre 2023 - 30 gennaio 2024				Periodo di riferimento precedente: 2 agosto - 31 ottobre 2023			
	Settimo periodo di mantenimento: 1 novembre - 19 dicembre 2023		Ottavo periodo di mantenimento: 20 dicembre 2023 - 30 gennaio 2024		Quinto periodo di mantenimento:		Sesto periodo di mantenimento:	
ORP	4,50	(+0,00)	4,50	(+0,00)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)
Operazione di rifinanziamento marginale	4,75	(+0,00)	4,75	(+0,00)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)
Depositi presso la banca centrale	4,00	(+0,00)	4,00	(+0,00)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)
€STR	3,903	(+0,002)	3,901	(-0,002)	3,652	(+0,250)	3,900	(+0,248)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,945	(+0,019)	3,905	(-0,040)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per €STR il tasso a breve termine in euro.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 200 miliardi di euro, raggiungendo 5.159,4 miliardi (cfr. il grafico A). Tale calo è attribuibile sia a una diminuzione della liquidità offerta tramite operazioni di credito sia alla riduzione graduale dei portafogli di politica monetaria.

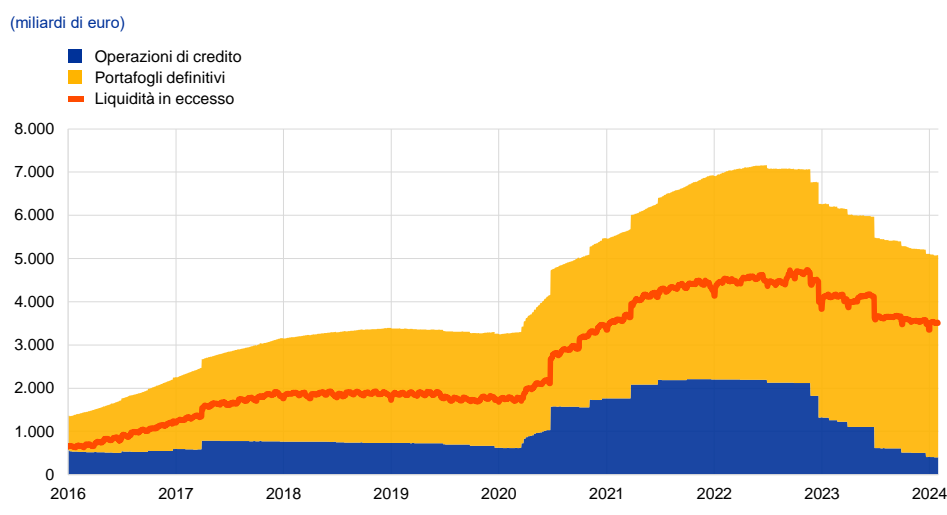
L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 110,8 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 457,4 miliardi. Tale calo riflette in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III dovuta alla scadenza delle OMRLT-III.6 (37,3 miliardi di euro) e ai rimborsi anticipati di altri fondi OMRLT (61,7 miliardi di euro) il 20 dicembre 2023, ovvero all'inizio dell'ottavo periodo di mantenimento. Nel contempo, gli importi complessivi in essere delle operazioni di rifinanziamento standard dell'Eurosistema — operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi — sono lievemente diminuiti. La flessione è attribuibile principalmente al calo degli importi in essere relativi alle ORLT a tre mesi, pari a 3,8 miliardi di euro, in media, mentre quelli relativi alle ORP sono rimasti sostanzialmente invariati, a 7,6 miliardi di euro, rispetto al quinto e sesto periodo di mantenimento del 2023. La limitata partecipazione delle banche a tali operazioni, unitamente alla loro capacità di rimborsare importi considerevoli di fondi OMRLT senza passare a regolari operazioni di rifinanziamento, riflette le loro soddisfacenti posizioni di liquidità, in termini aggregati, e la disponibilità di fonti di finanziamento alternative a tassi appetibili.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 89,3 miliardi di euro nel periodo di riferimento. Tale calo è dovuto alla cessazione, avvenuta il 1° luglio 2023, dei reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA. Nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato

interamente reinvestito a partire dall'interruzione degli acquisti netti alla fine di marzo 2022². A dicembre 2023 il Consiglio direttivo ha annunciato che il reinvestimento completo del capitale rimborsato sarebbe terminato nella seconda metà del 2024.

Grafico A

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



Fonte: BCE.

Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono al 30 gennaio 2024.

Liquidità in eccesso

Nel periodo di riferimento la liquidità media in eccesso è diminuita di 96 miliardi di euro, raggiungendo 3.528,5 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie minime. Dopo aver raggiunto un massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità media in eccesso è diminuita costantemente, principalmente a causa del rimborso in scadenza e anticipato delle operazioni OMRLT-III, unito al contributo dato in tal senso dalla cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio 2023.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo di riferimento il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. I tassi sui depositi presso la banca

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

centrale, sulle ORP e sulle operazioni di rifinanziamento marginale si sono collocati, rispettivamente, al 4, 4,50 e 4,75 per cento.

La media dell'€STR è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo di riferimento, pur mantenendo stabile il differenziale con i tassi di interesse di riferimento della BCE. Durante il periodo in esame l'€STR si è collocato, in media, su un livello inferiore di 10,2 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale, prossimo alla media di 9,9 punti base per i periodi di mantenimento delle riserve del 2023. Il minore eccesso di liquidità non ha pertanto avuto finora alcun impatto al rialzo sull'€STR. Il calo di 1,8 punti base dell'€STR a fine anno è stato solo lievemente più pronunciato rispetto all'effetto di fine anno nel 2022 (-1,5 punti base).

La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index) ha continuato a collocarsi in prossimità del tasso sui depositi presso la banca centrale, tranne nel periodo verso la fine dell'anno. Nel periodo di riferimento il tasso sui pronti contro termine è stato, in media, inferiore di 7,3 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale. Il calo di fine anno nel 2023, pari a 25,5 punti base, è stato significativamente inferiore alla flessione di 226,8 punti base osservata alla fine del 2022. Ciò riflette l'ordinato funzionamento del mercato dei pronti contro termine, dovuto a diversi fattori, tra cui l'aumento delle emissioni nette dall'inizio dell'anno, lo svincolo delle garanzie movimentate nell'ambito delle OMRLT in scadenza, una variazione del posizionamento di mercato che ha determinato una minore domanda di titoli nel mercato dei pronti contro termine e il calo delle consistenze in essere del PAA.

L'euro, una valuta globale: i pagamenti come punto di osservazione

a cura di Oana Furtuna, Patrick Papsdorf, Livia Polo Friz e Sara Testi

La BCE monitora l'evoluzione del ruolo internazionale dell'euro e pubblica periodicamente le informazioni che risultano da questa sua attività. Il rapporto più recente su questo tema, pubblicato dalla BCE a giugno 2023, non ha rilevato sostanziali cambiamenti del ruolo internazionale dell'euro nel 2022 rispetto al 2021: secondo vari indicatori, la quota dell'euro nell'utilizzo valutario internazionale complessivo è stata mediamente prossima al 20 per cento, in linea con l'anno precedente¹. Il rapporto evidenzia come l'euro abbia mantenuto la propria rilevanza nel sistema monetario internazionale, confermandosi la seconda valuta per importanza in vari segmenti di mercato, quali le quote ufficiali di riserve valutarie e l'emissione di obbligazioni internazionali.

I pagamenti possono rappresentare anche un indicatore dell'impiego di una valuta a livello globale. Per una determinata valuta, questo indicatore può essere calcolato come il valore dei pagamenti transfrontalieri tra banche denominati nella valuta in questione rispetto al totale dei pagamenti tra banche in tutte le valute². I pagamenti tra banche possono essere gestiti attraverso diversi meccanismi: ad esempio accordi multilaterali, come i sistemi di pagamento, accordi bilaterali, come l'impiego di banche corrispondenti, ovvero una combinazione dei due³. Tali pagamenti di norma sono effettuati tramite messaggi standardizzati, scambiati attraverso la rete SWIFT⁴.

Diversi sistemi di pagamenti in tutto il mondo, inclusi quelli destinati ai pagamenti in euro di importo rilevante come T2, si avvalgono della rete di comunicazione SWIFT per i loro partecipanti⁵. T2, analogamente al suo predecessore Target2, è il sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema per i pagamenti denominati in euro, che vengono processati e regolati in moneta di banca centrale. Nel 2023, tra tutti i pagamenti in euro regolati attraverso sistemi di pagamento di importo rilevante, T2 ha rappresentato il 92 per cento in termini di valore e il 70 per cento in termini di volume. Il traffico registrato su T2 è, pertanto, un fattore chiave del valore complessivo dei pagamenti in euro processati da sistemi di pagamento di importo rilevante; rappresenta altresì una

¹ Cfr. ["The international role of the euro"](#), BCE, 2023.

² Ai fini del presente riquadro, l'espressione "pagamenti tra banche" comprende sia i pagamenti disposti per conto della clientela, sia quelli interbancari, cioè eseguiti dalle banche nell'esercizio della propria attività.

³ I pagamenti originati attraverso accordi tra banche corrispondenti possono essere regolati bilateralmente tra banche o veicolati attraverso sistemi di pagamento. Cfr. ["Eleventh survey on correspondent banking in euro"](#), BCE, 2020.

⁴ SWIFT è il primo fornitore mondiale di servizi protetti di messaggistica alla comunità finanziaria, utilizzato da più di 11.000 istituzioni finanziarie in tutto il pianeta. SWIFT consente una comunicazione standardizzata, sicura ed efficiente.

⁵ T2 utilizza sia SWIFT sia Nexi come fornitori di servizi di rete.

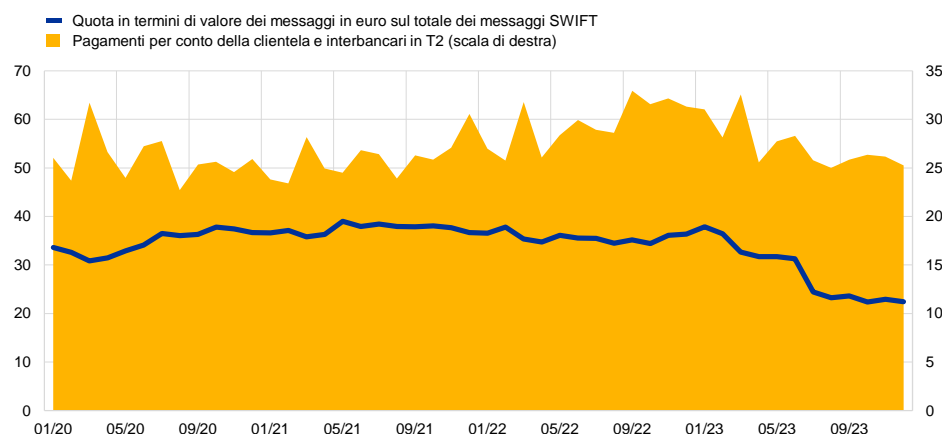
componente fondamentale del valore complessivo dei messaggi di pagamento in euro scambiati e registrati attraverso la rete SWIFT.

Dopo marzo 2023 si è osservata una diminuzione della quota in euro sul totale di messaggi di pagamento scambiati tramite SWIFT in termini di valore. Per le valute più utilizzate a livello mondiale, tra cui l'euro, SWIFT pubblica un indicatore mensile che ne mostra l'uso individuale nei pagamenti globali, misurato dal valore dei messaggi di pagamento che le istituzioni finanziarie inviano attraverso tale rete⁶. In base a questo indicatore, tra gennaio 2020 e febbraio 2023, i messaggi di pagamento denominati in euro scambiati tramite SWIFT hanno rappresentato, in media, il 36,0 per cento del totale dei messaggi in tutte le valute (cfr. il grafico A); tale quota ha poi subito una flessione, al 32,6 per cento a marzo 2023 e al 31,7 per cento ad aprile dello stesso anno. Al quarto trimestre del 2023 la quota dell'euro si è stabilizzata a un livello inferiore, con una media del 22,6 per cento⁷.

Grafico A

Quota in termini di valore di pagamenti in euro sul totale di quelli processati tramite SWIFT e traffico di T2

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: migliaia di miliardi di euro; totali mensili)



Fonti: SWIFT, TARGET2, T2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati più recenti si riferiscono a dicembre 2023. L'indicatore SWIFT rileva i messaggi scambiati in tempo reale tramite SWIFT e consegnati sulla base dei tipi di messaggio MT103 e MT202 (rispettivamente pagamenti per conto della clientela e interbancari) e i loro equivalenti ISO. Le statistiche di T2 potrebbero essere oggetto di revisione a fronte di variazioni della metodologia derivanti dall'avvio della piattaforma consolidata T2-T2S.

L'evidente calo della quota in euro sul totale dei messaggi di pagamento scambiati tramite SWIFT ha coinciso con una modifica sostanziale dell'infrastruttura in Europa e la migrazione a un nuovo formato di messaggistica SWIFT. Il 20 marzo 2023 l'Eurosistema ha avviato la piattaforma

consolidata T2-T2S, la nuova infrastruttura portante per l'euro gestita dalle banche centrali, che ha aumentato l'efficienza delle prassi di gestione della liquidità e dei pagamenti consentendo ai partecipanti di semplificare le proprie attività di

⁶ Tale indicatore (basato su un sottoinsieme di tutti i messaggi di pagamento scambiati tramite SWIFT) è incluso nell'[RMB Tracker](#), che la società pubblica mensilmente.

⁷ I dati relativi a i mesi di marzo, aprile, maggio e giugno 2023 non includono una correzione ex post, applicata da SWIFT a luglio 2023 e comunicata nella sua newsletter operativa.

pagamento⁸. Nel contempo le istituzioni finanziarie nel mercato dell'euro sono anche migrate dal formato di messaggistica obsoleto (MT) al nuovo ISO 20022 (pacs) nella rete SWIFT. Tale migrazione favorisce maggiore interoperabilità, un trattamento completamente automatizzato e una classificazione più dettagliata dei dati finanziari.

Entrambi questi cambiamenti hanno avuto un impatto sui messaggi di pagamento denominati in euro scambiati tramite SWIFT, pertanto, a parità di altre condizioni, hanno inciso sulla quota in euro dei messaggi complessivi processati tramite SWIFT. Il nuovo assetto basato sulla piattaforma consolidata T2-T2S e il nuovo formato di messaggistica hanno cambiato le modalità di esecuzione dei pagamenti e di gestione della liquidità in euro, con un impatto particolarmente rilevante nell'area della gestione della liquidità per i flussi sia all'interno di ciascun intermediario sia tra intermediari. Alcune operazioni attualmente eseguite utilizzando il nuovo formato di messaggistica, tipicamente di importo rilevante, in realtà sono escluse dal calcolo dell'indicatore SWIFT, motivo per cui tale indicatore ha registrato un calo dopo marzo 2023⁹.

Questa spiegazione tecnica della flessione osservata nella quota in euro sul totale dei messaggi di pagamento processati tramite SWIFT è confermata dall'andamento del valore dei pagamenti in euro regolati tra banche in T2, che mostrano una dinamica diversa (cfr. il grafico A). Il valore mensile medio dei pagamenti per conto della clientela e interbancari denominati in euro regolati in T2 è aumentato, superando 27.300 miliardi di euro nel 2023, rispetto a 25.900 miliardi in TARGET2 nel 2020. Inoltre, tali valori hanno riportato solo un lieve adeguamento, piuttosto che uno scostamento netto, in seguito ai nuovi accordi di gestione della liquidità in vigore da marzo 2023. Una tendenza analoga può essere osservata nel volume mensile medio dei pagamenti per conto della clientela e interbancari processati attraverso T2, che nel 2023 è salito a 7,8 milioni di transazioni, contro 6,3 milioni in TARGET2 nel 2020¹⁰.

Un altro indicatore del ruolo dell'euro come valuta globale è rappresentato dalla percentuale dei pagamenti in euro in T2 (in termini di valore) in cui la banca ordinante e/o la banca beneficiaria hanno sede al di fuori dell'area dell'euro. T2, come già il suo predecessore TARGET2, consente alle banche di tutto il mondo di eseguire pagamenti transfrontalieri in euro, con le banche al di fuori dell'area che si avvalgono generalmente di banche corrispondenti con accesso diretto ai sistemi di pagamenti dell'area stessa¹¹.

L'indicatore dei pagamenti globali in euro in T2 non ha rilevato un'interruzione dopo marzo 2023, a conferma della stabilità osservata nei pagamenti in euro

⁸ Cfr. il [comunicato stampa della BCE del 21 marzo 2023](#). L'analisi illustrata nel presente riquadro impiega i dati di T2 dal 20 marzo 2023 e quelli di TARGET2 per il periodo precedente a tale data.

⁹ Prima della migrazione a ISO 20022 i pagamenti interbancari erano inviati come messaggi MT202, mentre quelli per conto della clientela come messaggi MT103. Ora invece sono inviati rispettivamente come messaggi pacs.009 e pacs.008. Inoltre, con la migrazione al formato di messaggistica ISO 20022, almeno alcuni dei messaggi MT relativi a trasferimenti di liquidità, gestione del contante e rendicontazione sono diventati dei messaggi camt. L'indicatore SWIFT rileva soltanto messaggi MT202 e MT103 e i loro equivalenti pacs, mentre sono esclusi i messaggi camt.

¹⁰ Cfr. anche le statistiche in [Traffic settled in TARGET services](#).

¹¹ Tali pagamenti sono regolati sul conto di un partecipante diretto a T2. Cfr. ["Eleventh survey on correspondent banking in euro"](#), BCE, 2020.

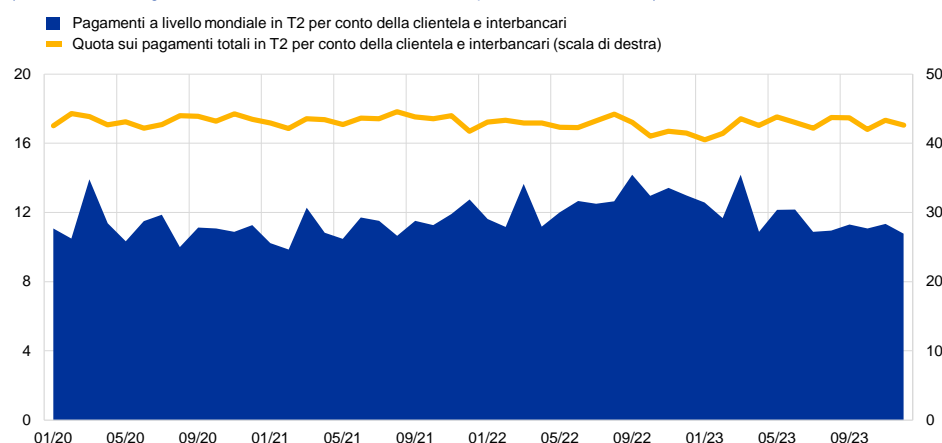
che coinvolgono almeno una banca con sede al di fuori dell'area dell'euro.

Il valore mensile di questi pagamenti a livello mondiale effettuati in T2 per conto della clientela e interbancari è stato pari, in media, a 11.600 miliardi di euro tra marzo e dicembre 2023, in linea con gli anni precedenti, rappresentando il 43,0 per cento di tutti i pagamenti effettuati tra banche in T2, senza registrare alcuna flessione dopo marzo 2023 (cfr. il grafico B).

Grafico B

Pagamenti per conto della clientela e interbancari in T2 a livello mondiale

(scala di sinistra: migliaia di miliardi di euro; scala di destra: valori percentuali; totali mensili)



Fonti: TARGET2, T2 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati più recenti si riferiscono a dicembre 2023. Per pagamenti "a livello mondiale" si intendono quelli in cui la banca ordinante e/o beneficiaria hanno sede al di fuori dell'area dell'euro. Le statistiche di T2 potrebbero essere oggetto di revisione, a causa di variazioni della metodologia derivanti dall'avvio della piattaforma consolidata T2-T2S.

Per concludere, l'evidente calo della quota in euro sul totale dei messaggi SWIFT dopo marzo 2023 non deriva da una diminuzione nel valore dei pagamenti effettuati attraverso T2 o da una riduzione nella sua portata mondiale. In quanto infrastruttura portante di mercati finanziari per l'euro, T2 continua a essere una componente fondamentale dei pagamenti complessivi effettuati in euro tramite SWIFT in termini di valore. Per contro, il calo osservato nella quota in euro sul totale dei messaggi SWIFT in termini di valore sembra dipendere dall'avvio della piattaforma consolidata T2-T2S e dalla migrazione del mercato verso il nuovo formato di messaggistica ISO 20022. Ciò ha determinato delle variazioni nelle prassi di gestione della liquidità delle banche e nei tipi di messaggio utilizzati, nonché l'esclusione di alcuni pagamenti dall'indicatore SWIFT. Pertanto, nel monitorare il ruolo internazionale dell'euro, è opportuno interpretare con cautela i singoli indicatori basati sul traffico dei pagamenti.

a cura di Sara Skjeggstad Meyer e Carolin Nerlich

Il 30 gennaio 2024 la BCE ha pubblicato il piano per il clima e la natura 2024-2025, che individua tre nuove aree di intervento che guideranno le azioni in materia di clima nei prossimi due anni. Il presente riquadro illustra le motivazioni economiche alla base della decisione della BCE di approfondire il proprio impegno in queste tre aree¹.

I cambiamenti climatici stanno incidendo sempre più sull'economia dell'area dell'euro. Il mondo è ben lungi dal conseguire gli obiettivi climatici fissati nell'accordo di Parigi del 2015². Il 2023 è stato l'anno più caldo mai registrato, e diversi eventi meteorologici estremi hanno causato danni economici in Europa e in tutto il mondo. Parallelamente, l'accelerazione della perdita di biodiversità e il degrado degli habitat contribuiscono al rapido evolversi di una crisi della natura, in parte a causa dei legami inscindibili tra questa e il clima. I cambiamenti climatici e la connessa necessità di promuovere la transizione ecologica incidono sempre più sull'economia e sul sistema finanziario; ciò può avere implicazioni per la stabilità dei prezzi, la stabilità finanziaria e la trasmissione della politica monetaria. I cambiamenti climatici incidono anche sul valore e sul profilo di rischio degli attivi nel bilancio dell'Eurosistema. È essenziale che la BCE tenga conto di tali effetti al fine di conseguire l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi.

Dal 2021 la BCE ha ampliato l'impegno a far proprie, integrandole nelle sue attività, le considerazioni inerenti ai cambiamenti climatici. A seguito del riesame della propria strategia di politica monetaria, nel 2021 la BCE ha annunciato il suo primo piano d'azione sul clima, nel quale si è impegnata a includere considerazioni inerenti al cambiamento climatico nelle attività connesse all'attuazione della politica monetaria, all'analisi macroeconomica e alle statistiche³. Nel 2022 il piano è stato ampliato per includere le attività legate al clima in altri ambiti di attività della banca, tra cui la stabilità finanziaria e la vigilanza bancaria⁴. Dopo aver portato a compimento una ricognizione approfondita delle proprie azioni in materia di clima, a gennaio 2024 la BCE ha pubblicato un piano aggiornato per il periodo 2024-2025. Per la prima volta, il piano prevede l'impegno ad analizzare le

¹ Cfr. [Climate and nature plan 2024-2025](#), BCE, gennaio 2024.

² Con l'accordo di Parigi firmato nel 2015, 196 paesi hanno convenuto di fare la loro parte per mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi per limitare l'aumento della temperatura a 1,5°C. In base a tale accordo, l'Europa si è impegnata a ridurre le proprie emissioni di anidride carbonica fino all'azzeramento netto entro il 2050 e del 55 per cento entro il 2030, rispetto ai livelli del 1990. Per conseguire l'obiettivo del 2030, l'Unione europea ha aderito al Green Deal e a un insieme di misure per la mitigazione climatica, noto anche come pacchetto "Pronti per il 55%". Nonostante questi sforzi, le stime indicano che il riscaldamento globale, alla luce degli attuali contributi a livello nazionale, raggiungerà i 2,9°C, cfr. il rapporto del programma delle Nazioni Unite per l'ambiente, [Emission Gap Report 2023](#), novembre 2023.




³ Cfr. il comunicato stampa della BCE [La BCE presenta un piano di azione per includere considerazioni relative al cambiamento climatico nella propria strategia di politica monetaria](#) dell'8 luglio 2021.

⁴ Cfr. [Agenda della BCE per il clima 2022](#), BCE, 4 luglio 2022.

questioni legate alla natura e individua tre aree di interesse che guideranno le attività della BCE in materia di clima per i prossimi due anni (cfr. la tavola A).

Tavola A

Aree di interesse per il piano della BCE su clima e natura 2024-2025

Tre aree tematiche		Cosa faremo
	1. Condurre la transizione verso un'economia verde	<ul style="list-style-type: none"> • Valuteremo il fabbisogno di investimenti verdi e il loro finanziamento. • Analizzeremo le conseguenze strutturali derivanti dalla transizione. • Analizzeremo gli effetti del finanziamento della transizione e dei rischi di transizione sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria. • Promuoveremo il quadro di modellizzazione macroeconomica, con particolare attenzione agli aspetti climatici.
	2. Considerare il crescente impatto fisico dei cambiamenti climatici	<ul style="list-style-type: none"> • Adotteremo ulteriori misure per integrare l'impatto dei cambiamenti climatici negli scenari di clima e nel quadro analitico utilizzato per le previsioni macroeconomiche. • Esamineremo l'impatto dell'adattamento ai cambiamenti climatici, compresa la carenza di protezione assicurativa. • Miglioreremo la disponibilità di dati a sostegno dell'analisi dei rischi fisici.
	3. Promuovere i lavori sui rischi legati alla natura	<ul style="list-style-type: none"> • Esamineremo ulteriormente le implicazioni economiche e finanziarie della perdita di biodiversità e del degrado della natura.

Fonte: BCE.

Il primo ambito di intervento esamina le sfide connesse alla transizione verso un'economia verde. Per raggiungere l'obiettivo di zero emissioni nette entro il 2050, l'Europa dovrà attuare misure specifiche fino al 2030 per incentivare il passaggio a processi di produzione e modelli di consumo efficienti sotto il profilo energetico e sostituire i combustibili fossili con fonti energetiche rinnovabili⁵. Questo comporterà profondi cambiamenti strutturali nell'economia dell'area dell'euro, con implicazioni in termini occupazionali e di ventaglio di competenze richieste; può derivarne una redistribuzione del capitale con effetti di lungo periodo ambigui sulla crescita potenziale⁶. La transizione ecologica avrà un impatto sul commercio e sui flussi di capitali nell'economia dell'area dell'euro e metterà a rischio la sua competitività esterna. L'area dell'euro può inoltre diventare più vulnerabile ai rischi legati alle catene di approvvigionamento e alle interruzioni nella fornitura di minerali critici necessari per la transizione. È importante che la BCE abbia una comprensione approfondita di questi cambiamenti e sfide strutturali e di come questi possano incidere sulle prospettive macroeconomiche per l'area dell'euro. A tal fine, i modelli macroeconomici devono essere adattati di conseguenza.

Gli investimenti verdi, l'innovazione tecnologica e i finanziamenti verdi sono fondamentali per la transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica. Le stime effettuate dalle varie istituzioni circa l'entità degli

⁵ Per una panoramica, cfr. il riquadro 4 *Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

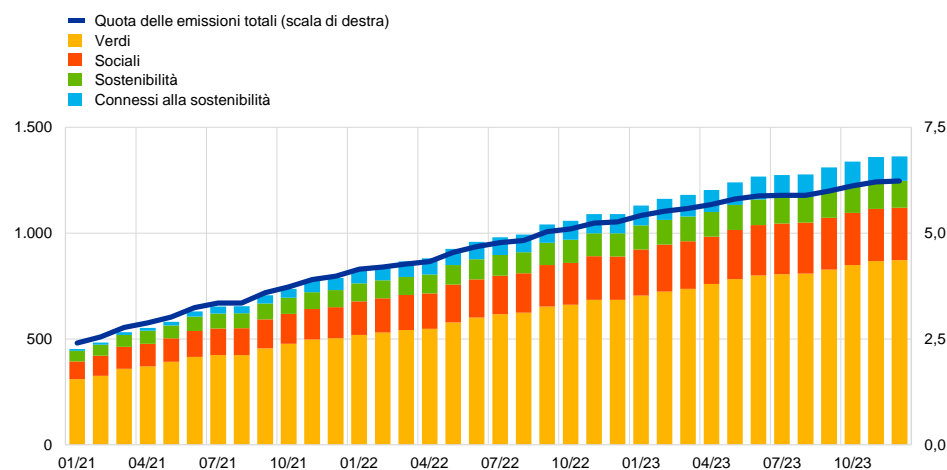
⁶ Cfr. l'articolo 2 *Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

investimenti verdi necessari per conseguire gli obiettivi climatici differiscono significativamente. Ad esempio, secondo la Commissione europea, la transizione richiederà investimenti annui aggiuntivi pari a 620 miliardi di euro fino al 2030 affinché l'Unione europea possa raggiungere il suo obiettivo di riduzione delle emissioni del 55 per cento⁷. La BCE rivolgerà particolare attenzione alle diverse stime disponibili, per comprenderne meglio le ipotesi sottostanti e i fattori trainanti, incluso il ruolo delle politiche in materia di cambiamenti climatici. Esaminerà le condizioni quadro necessarie per agevolare gli investimenti richiesti, compresa la necessità di promuovere un ambiente favorevole a livelli elevati di ricerca, sviluppo e capacità di innovazione, e un'infrastruttura di mercato che incoraggi l'assunzione di rischi. Si presterà particolare attenzione sul fronte del finanziamento del fabbisogno di investimenti verdi. Nonostante la forte crescita degli strumenti finanziari verdi negli ultimi anni, essi rappresentano ancora solo una piccola quota del totale dei titoli di debito emessi nell'area dell'euro (cfr. il grafico A). Nello specifico, la BCE valuterà se l'offerta di finanziamenti soddisfi la domanda, quali condizioni di prestito le imprese si trovano ad affrontare per progetti di investimento verdi e come le politiche pubbliche possano contribuire a mobilitare maggiori finanziamenti privati, anche attraverso obblighi di informazione sulla sostenibilità maggiormente sviluppati. Si tratta di questioni rilevanti per la politica monetaria e il suo meccanismo di trasmissione.

Grafico A

Emissione di titoli di debito sostenibili nell'area dell'euro

(scala di sinistra: miliardi di euro, consistenze in essere al valore nominale; scala di destra: percentuali sul totale dei titoli di debito emessi nell'area dell'euro)



Fonti: archivio centralizzato dei titoli (Centralised Securities Database) ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le emissioni di titoli di debito legati a fattori ambientali, sociali e di governance nell'area dell'euro per tutti i livelli di verifica di sostenibilità ("assurance"). La voce "Quota delle emissioni totali" si riferisce all'ammontare di tutti i titoli sostenibili in percentuale del totale dei titoli di debito emessi nell'area dell'euro.

Il secondo ambito di intervento mira ad affrontare il crescente impatto fisico dei cambiamenti climatici. Gli eventi meteorologici estremi stanno diventando più

⁷ Cfr. Commissione europea, *Sostenibilità e benessere dei cittadini come fulcro dell'autonomia strategica aperta dell'Europa*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio, 6 luglio 2023.

frequenti e i loro costi sono sempre più evidenti⁸. Insieme al mutare delle condizioni meteorologiche, essi influenzano l'economia e il settore finanziario attraverso vari canali. I cambiamenti climatici interessano in particolare l'agricoltura, il turismo e, per il tramite dei prezzi dei prodotti alimentari, il commercio al dettaglio e la ristorazione. Dopo l'ondata di caldo dell'estate 2022, si stima che l'inflazione dei beni alimentari in Europa sia aumentata di 0,67 punti percentuali nell'anno successivo⁹. È stato rilevato che l'aumento del riscaldamento a livello mondiale ha effetti non lineari sui prezzi dei beni alimentari, introducendo il rischio di una futura dinamica inflazionistica al rialzo. Dalle analisi empiriche emerge che l'aumento della temperatura al di sopra di determinate soglie riduce la produttività del lavoro e la crescita economica¹⁰. È essenziale che la BCE migliori la propria valutazione del modo in cui i cambiamenti climatici influiscono sull'inflazione e sull'economia. Oltre all'accesso a dati di elevata qualità, ciò richiederà un'ulteriore disamina delle modalità di integrazione degli impatti fisici dei cambiamenti climatici negli scenari di clima e nel quadro analitico utilizzato per le proiezioni macroeconomiche.

Il finanziamento della transizione costituirà un settore chiave per le nuove ricerche. I costi associati all'impatto fisico dei cambiamenti climatici comportano rischi finanziari e di bilancio, ma solo un quarto dei sinistri causati dalle catastrofi climatiche è coperto da assicurazione¹¹. Tuttavia, gli investimenti per l'adattamento volti a limitare l'esposizione ai rischi climatici fisici distoglieranno risorse altrimenti destinate a opportunità di investimento più produttive¹². La BCE esaminerà le implicazioni economiche e finanziarie delle misure di adattamento ai cambiamenti climatici e le relative esigenze di finanziamento necessarie per accrescere la capacità di tenuta dell'economia a fronte di un clima in evoluzione.

Il terzo ambito di intervento esamina i rischi legati alla natura. È sempre più evidente che i cambiamenti climatici si ripercuotono negativamente sulla natura, mentre il degrado della stessa, sotto forma di uso intensivo del suolo, inquinamento ed eccessivo sfruttamento delle risorse, amplifica la crisi climatica. Il degrado della natura comporta una riduzione della capacità di assorbimento e stoccaggio dell'anidride carbonica e riduce la resilienza del suolo agli effetti degli eventi meteorologici estremi e di un clima in evoluzione. In Europa, oltre l'80 per cento degli habitat si trova già in condizioni precarie¹³. La perdita di biodiversità costituisce un grave rischio per l'umanità, in quanto minaccia funzioni vitali, come l'approvvigionamento di alimenti e medicinali.

⁸ Cfr. Diffenbaugh, N. S., "Verification of extreme event attribution: Using out-of-sample observations to assess changes in probabilities of unprecedented events", *Science Advances*, vol. 6(12), n. 2368, 2020.

⁹ Cfr. Kotz, M., Kuik, F., Lis, E. e Nickel, C., "The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes", *Working Paper Series*, n. 2821, BCE, 2023.

¹⁰ Cfr., ad esempio, "Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, gennaio 2022, pag. 33.

¹¹ Cfr. EIOPA-BCE, "Policy options to reduce the climate insurance protection gap", *Discussion Paper*, aprile 2023.

¹² Cfr. "The price of inaction: what a hotter climate means for monetary policy", *Il Blog della BCE*, BCE, 18 dicembre 2023.

¹³ Cfr. Agenzia europea dell'ambiente, "Conservation status of habitats under the EU Habitats Directive", 18 novembre 2011.

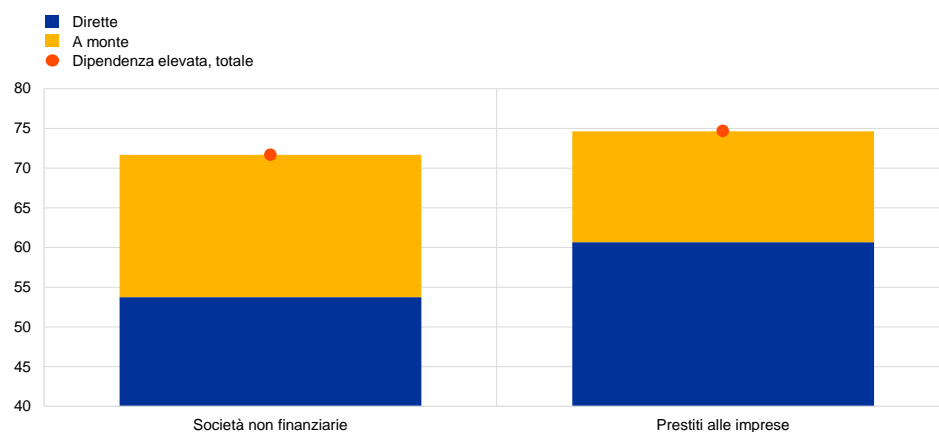
Il degrado della natura incide sull'economia e comporta rischi finanziari.

Secondo l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE), il 48 per cento delle imprese dell'area dell'euro ha espresso forte preoccupazione riguardo alle implicazioni del degrado ambientale per la propria attività¹⁴. Ciò è in linea con i recenti risultati delle ricerche secondo cui il 72 per cento delle società non finanziarie dell'area dipende fortemente da almeno un servizio ecosistemico, come ad esempio terreni sani, acqua pulita e protezione dalle alluvioni. Poiché tali imprese rappresentano il 75 per cento delle esposizioni di prestiti alle imprese delle banche dell'area dell'euro, i rischi legati alla natura rappresentano un rischio evidente anche per le stesse banche (cfr. il grafico B). La BCE si impegna a studiare le implicazioni delle perdite naturali e di biodiversità per l'economia, la loro interazione con i cambiamenti climatici e il modo in cui esse possono incidere sulle variabili macroeconomiche rilevanti per il suo mandato.

Grafico B

Dipendenze delle società non finanziarie e dei portafogli di prestiti dai servizi ecosistemici nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit ed elaborazioni della BCE.

Note: quota di società non finanziarie (SNF) dell'area dell'euro che presentano un'elevata dipendenza totale, con un punteggio superiore a 0,7 per almeno un servizio ecosistemico, e quota dei portafogli di prestiti alle imprese delle banche dell'area all'interno di tali servizi ecosistemici. Un prestito è classificato come altamente dipendente quando la SNF mutuataria ha un punteggio di dipendenza sufficientemente elevato. Il grafico B illustra le medie dei punteggi di dipendenza delle SNF e del portafoglio dei prestiti alle imprese delle banche dell'area dell'euro; mostra inoltre la dipendenza diretta delle SNF dai servizi ecosistemici e le loro dipendenze a monte, ossia quelle dei loro fornitori. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono a dicembre 2021. Cfr. Boldrini, S., Ceglar, A., Lelli, C., Parisi, L. e Heemskerk, I., "Living in a world of disappearing nature: Physical risk and the implications for financial stability", *Occasional Paper Series*, n. 333, BCE, 2023.

¹⁴ 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.

Articoli

1 L'impatto dei recenti shock e dei cambiamenti strutturali in atto sulla crescita della produttività nell'area dell'euro

a cura di Paloma Lopez-Garcia, Brindusa Anghel, Gert Bijmens, Simon Bunel, Tibor Lalinsky, Wolfgang Modery e Maria T. Valderrama

1 Introduzione

La pandemia di COVID-19 e la crisi energetica si sono innestate sulla transizione in atto verso un'economia più verde e più digitale, con ripercussioni incerte sulla crescita della produttività. Durante la fase acuta della pandemia, la produttività del lavoro per occupato è diminuita, per via del mantenimento della manodopera inutilizzata e del ridotto utilizzo della capacità produttiva. Le rapide risposte di policy alla crisi provocata dalla pandemia, messe in atto a livello nazionale ed europeo, hanno impedito un'ondata di fallimenti, ma hanno anche verosimilmente frenato una riallocazione delle risorse atta ad accrescere la produttività. La pandemia ha cambiato il modo in cui le imprese investono e producono e quello in cui le persone consumano e lavorano, innescando un'accelerazione, sostenuta anche dai finanziamenti concessi nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU), del processo di digitalizzazione dell'economia dell'area dell'euro già in corso. Tali cambiamenti possono avere un impatto significativo e positivo sulla produttività; sono tuttavia necessari ulteriori investimenti in competenze complementari a tali tecnologie e in beni immateriali per sfruttarne appieno i benefici. Inoltre, lo shock dei prezzi dell'energia che ha fatto seguito all'invasione russa dell'Ucraina e la transizione verso un'economia più verde stanno determinando una variazione dei prezzi relativi dei fattori di produzione e incidendo sulle decisioni di produzione e di investimento delle imprese, con ripercussioni sulla loro produttività. Si prevede un impatto negativo nel breve periodo, ma, tenendo conto del fatto che i processi produttivi avranno la necessità di adattarsi, l'innovazione verde potrebbe far lievitare le prospettive di produttività a più lungo termine.

Il presente articolo riassume i principali risultati dei recenti lavori sulla produttività condotti da un gruppo di esperti del Sistema europeo di banche

centrali (SEBC)¹. L'analisi si basa sul precedente lavoro svolto nel contesto del riesame della strategia di politica monetaria della BCE².

L'articolo è strutturato in quattro sezioni. Dopo questa introduzione, la sezione 2 analizza l'impatto della pandemia e delle politiche di sostegno sulla produttività e sulla riallocazione delle risorse all'interno del singolo settore e fra settori. La sezione 3 analizza il potenziale impatto sulla produttività delle transizioni digitale e verde: essa esamina innanzitutto se e attraverso quali canali le tecnologie digitali possano rappresentare un fattore cruciale per la crescita della produttività nell'area dell'euro, per poi analizzare l'impatto della variazione dei prezzi relativi dei fattori produttivi, determinata dalla transizione verde e dal recente shock energetico, sull'innovazione e sulla riallocazione delle risorse, nell'ottica della crescita della produttività. La sezione 4 conclude questo articolo.

2 L'impatto della pandemia di COVID-19

La pandemia si è distinta dalle crisi precedenti sotto almeno tre profili:

1) il vasto impatto della crisi nei vari paesi, settori e imprese; 2) i provvedimenti adottati per contenere la diffusione del virus, come le misure di chiusura (lockdown), e i cambiamenti nel modo in cui le persone lavorano e consumano; 3) la portata e l'entità del sostegno politico concesso³.

Le misure di integrazione salariale hanno rappresentato una parte importante della risposta politica e potrebbero essere una delle ragioni per cui l'andamento della produttività durante la pandemia si mostra diverso a seconda che la produttività sia misurata per occupato o per ora lavorata.

Le misure di integrazione salariale hanno previsto incentivi per mantenere i lavoratori impiegati presso le aziende, anche se lavorando per meno ore. Ciò ha consentito alle imprese di assorbire lo shock riducendo l'orario di lavoro piuttosto che licenziando personale. Di conseguenza, nel 2020 la produttività è aumentata se misurata in termini di PIL per ora lavorata, ma diminuita se misurata in termini di PIL per occupato (cfr. il grafico 1). L'analisi contenuta nel presente articolo, basata su dati a livello di singola impresa, si concentrerà sulla produttività del lavoro misurata in termini di prodotto per occupato, stante la mancanza di informazioni a livello di impresa sulle ore lavorate.

¹ L'analisi è stata pubblicata in Anghel, B., Bunel, S. et al., "Digitalisation and productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, n. 339, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024; Bijmens, G. et al., "The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, n. 340, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024; Lalinsky, T. et al., "The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, n. 341, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024.

² Cfr. Gruppo di lavoro sulla produttività, l'innovazione e il progresso tecnologico, "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2021.

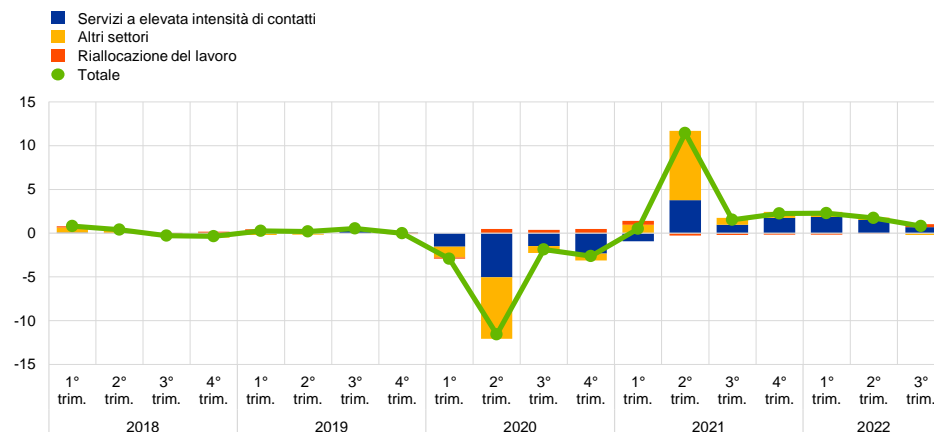
³ Cfr. il riquadro 4 *L'impatto della pandemia di COVID-19 sulla crescita della produttività del lavoro* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

Grafico 1

Andamenti della produttività nell'area dell'euro

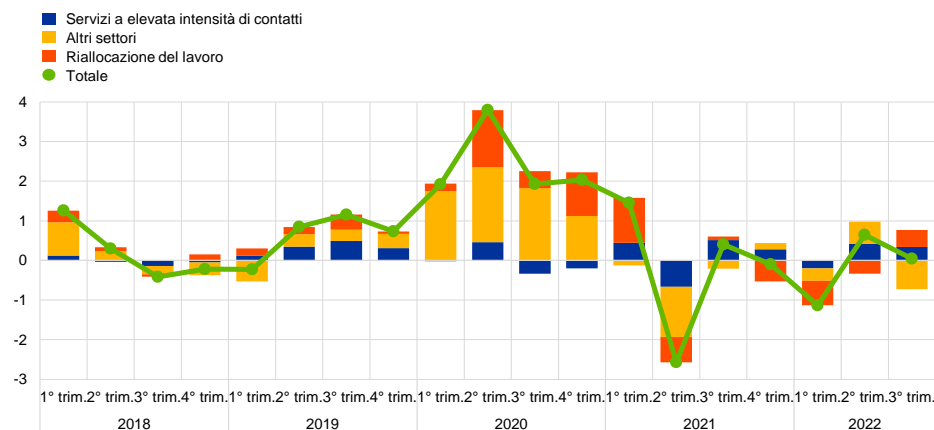
a) Produttività del lavoro per occupato

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) Produttività del lavoro per ora lavorata

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: la crescita della produttività del lavoro aggregata è scomposta in una componente che prende origine all'interno del singolo settore economico (componente intrasettoriale) e in una componente legata alla variazione delle quote di occupazione tra settori (componente di riallocazione intersettoriale del lavoro). La componente intrasettoriale può essere ulteriormente disaggregata nei contributi dei settori meno e più esposti allo shock causato dal COVID-19. Questi ultimi sono i servizi a elevata intensità di contatti e comprendono i seguenti settori (classificazione NACE): commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli (codice G della classificazione NACE), trasporto e magazzinaggio (H), attività dei servizi di alloggio e di ristorazione (I), attività artistiche, sportive e di divertimento (R) e altre attività di servizi (S-U).

Impatto a breve termine e riallocazione delle risorse

Il calo della produttività per occupato nel 2020 è stato determinato dalla forte riduzione della crescita della produttività a livello di impresa. Il grafico 2

scompone la crescita della produttività del lavoro per settore in alcuni paesi dell'area dell'euro tra il 2019 e il 2020, mettendo in evidenza il contributo della componente intraziendale e della riallocazione del lavoro tra le imprese del medesimo settore (componente interaziendale)⁴. Nella maggior parte dei paesi si è registrato un forte

⁴ I paesi interessati sono Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

calo nella crescita della produttività all'interno delle singole imprese. Ciò è il riflesso del minore utilizzo del capitale impiantato, delle misure di integrazione salariale e del conseguente calo della produzione, che è risultato essere più marcato di quello del numero degli occupati.

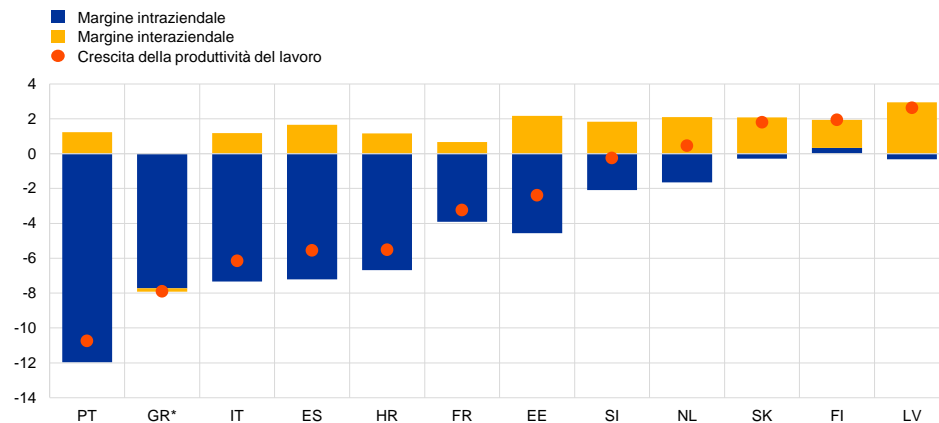
La pandemia e le politiche a essa correlate verosimilmente hanno frenato, ma non impedito, una riallocazione delle risorse, all'intero del singolo settore e fra settori, tale da favorire la crescita della produttività. Le crisi possono avere un "effetto risanante", inteso come un maggiore impatto degli shock economici avversi sulle imprese a bassa produttività. La conseguente riallocazione delle risorse dalle imprese a bassa produttività a quelle ad alta produttività può mitigare il calo della produttività durante le fasi critiche causato dal basso grado di utilizzo della capacità produttiva e dal mantenimento di manodopera inutilizzata. Tuttavia, questo processo di riallocazione potrebbe essersi alterato durante la pandemia, giacché nei settori a più elevata intensità di contatti tanto le imprese a bassa, quanto quelle a elevata produttività, sono state colpite in maniera analoga. Inoltre, l'ampia portata e l'entità considerevole delle misure di sostegno a tutela delle imprese a livello nazionale ed europeo potrebbero aver impedito la contrazione e l'uscita delle imprese a bassa produttività, inibendo in tal modo l'effetto risanante. Il grafico 2 mostra che nel 2020, nel gruppo di paesi considerato, il contributo alla crescita della produttività della riallocazione delle risorse tra le imprese esistenti (componente interaziendale) è stato positivo e ha attenuato il calo complessivo della produttività del lavoro⁵. Ciò significa che le imprese a bassa produttività hanno subito una contrazione relativamente maggiore rispetto alle loro controparti a elevata produttività. Inoltre, il grafico 3 mostra che le imprese che sono uscite dal mercato nel 2020 erano caratterizzate da livelli di produttività relativamente bassi. Entrambi i grafici indicano che la pandemia ha prodotto un effetto risanante; tuttavia, come si vedrà, esso è stato meno pronunciato rispetto ad altre crisi.

⁵ In Grecia il contributo della riallocazione delle risorse tra imprese è lievemente negativo. Tuttavia, la Grecia è l'unico paese in cui la produttività è misurata come ricavi per addetto anziché come valore aggiunto per addetto; ciò potrebbe incidere sulla comparabilità dei risultati con gli altri paesi.

Grafico 2

Contributi alla crescita della produttività del lavoro settoriale nel 2020

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati a livello di impresa relativi ai paesi in rassegna.

Note: la produttività è misurata come valore aggiunto per addetto in termini reali, ad eccezione della Grecia, dove è calcolata come ricavi per addetto. Si tratta di un'analisi di tipo "shift-share" della crescita della produttività settoriale, che distingue tra il contributo della variazione della produttività di ciascuna impresa, date le quote di mercato iniziali (margine intraziendale), e la variazione delle quote di mercato di imprese con diversi livelli di produttività (margine interaziendale).

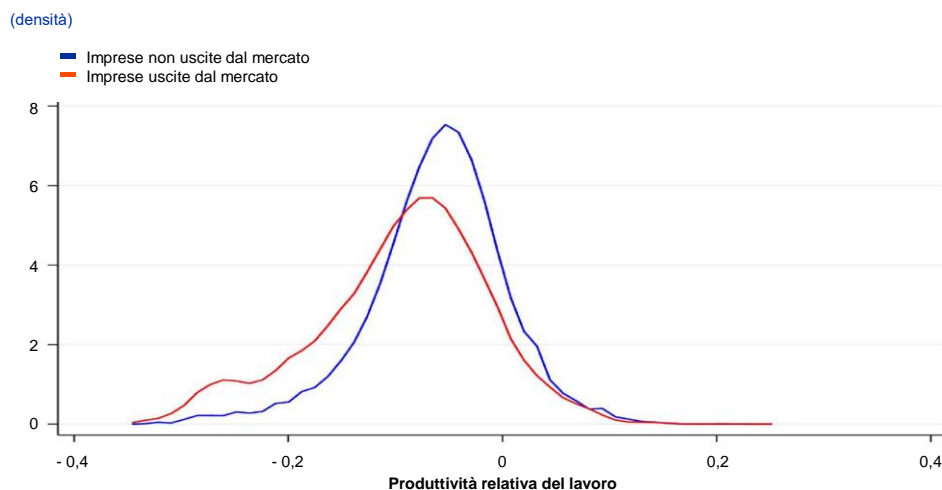
Nel primo anno della pandemia le imprese uscite dal mercato erano a più bassa produttività, contribuendo all'effetto risanante.

La riallocazione delle risorse fra le imprese può avvenire anche per effetto dell'ingresso e dell'uscita delle imprese dal mercato. Quando imprese meno produttive sono sostituite da nuove più produttive, la dinamica demografica delle imprese stimola la produttività.

Come mostra il grafico 3, la distribuzione di produttività delle imprese che sono uscite dal mercato nel 2020 è spostata a sinistra rispetto a quella delle imprese ancora attive nel loro settore. In altre parole, le imprese uscenti dal mercato avevano in media una produttività inferiore rispetto a quelle ancora operanti, contribuendo a una riallocazione delle risorse in grado di accrescere la produttività.

Grafico 3

Distribuzione della produttività delle imprese uscenti rispetto a quelle ancora in attività nello stesso settore nel 2020



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati a livello di impresa Orbis-IBACH.

Note: i dati si riferiscono a Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Portogallo. La produttività del lavoro è definita come valore aggiunto in termini reali per occupato.

Tuttavia, quando l'economia ha subito una brusca contrazione nel 2020, il numero di imprese uscite dal mercato è stato inferiore rispetto ad altri episodi di crisi, il che ha attenuato l'effetto risanante. Per verificare se il

fenomeno delle chiusure di impresa sia stato diverso nel 2020 rispetto alle crisi in periodi antecedenti, si è confrontato l'impatto del calo dell'attività economica sull'uscita delle imprese stimato con dati storici con quello osservato durante la fase acuta della pandemia nelle cinque maggiori economie dell'area dell'euro. I risultati, presentati nella tavola 1, mostrano che la reazione alla pandemia è stata molto più contenuta rispetto alle crisi precedenti: la correlazione tra uscita delle imprese e attività economica (-0,031) è diminuita a circa -0,01 durante la pandemia (come suggerisce la somma dei coefficienti stimati: $-0,031+0,024$). Ciò è riconducibile a diversi fattori, tra cui il congelamento dei fallimenti dovuto ai lockdown, che hanno bloccato le procedure amministrative, o alle decisioni politiche adottate in alcuni paesi per scongiurare un'ondata di fallimenti⁶. Anche il sostegno fornito dalle politiche alle imprese ha contribuito all'uscita dal mercato di un minor numero di imprese, come si mostrerà di seguito.

⁶ Il minor tasso di uscita delle imprese durante la fase acuta della pandemia potrebbe anche riflettere l'aspettativa che la crisi legata al COVID-19 sarebbe stata di breve durata.

Tavola 1

Uscite delle imprese dal mercato in relazione ai cambiamenti nell'attività economica

Variabile dipendente: tasso di uscita delle imprese dal mercato

Regressore	Coefficiente stimato
Attività del settore	-0,031 ***
Dummy applicata al COVID-19 (2020=1)	-0,490 *
Attività di settore x dummy applicata al COVID-19	0,024 **
Osservazioni	3.209
Coefficiente R ²	0,57

Fonte: elaborazioni a cura degli autori basate su dati Eurostat a livello di settore.

Note: la tavola presenta i risultati della regressione stimata con il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) utilizzando dati relativi a Germania, Spagna, Francia, Italia e Paesi Bassi per il periodo 2004-2020 e 50 settori a due cifre. La regressione include effetti fissi per settore, paese e anno. La variabile dipendente è il tasso di uscita delle imprese per paese-settore-anno e il regressore principale è il tasso di crescita del valore aggiunto per paese-settore-anno, quale proxy della posizione ciclica del settore. L'interazione con la variabile dummy applicata al COVID-19 (2020=1) mostra un minor numero di uscite in risposta a un calo di 1 punto percentuale della crescita del valore aggiunto durante il periodo della pandemia. Gli errori sono raggruppati a livello settoriale. *** significativo all'1 per cento, ** significativo al 5 per cento, * significativo al 10 per cento.

Il ruolo delle politiche di sostegno

Il rapido dispiegamento di politiche di sostegno alle imprese e alle famiglie ha scongiurato un'ondata di fallimenti e preservato i redditi familiari. Il sostegno è stato quindi un fattore chiave alla base della rapida ripresa economica dell'economia dell'area dell'euro a seguito della crisi indotta dalla pandemia. È tuttavia importante valutare se il sostegno senza precedenti fornito dalle politiche durante la pandemia abbia avuto effetti indesiderati sulla crescita della produttività aggregata.

Le evidenze a livello di impresa provenienti da diversi paesi dell'area dell'euro suggeriscono che nel 2020 il sostegno fornito dalle politiche economiche non ha provocato distorsioni significative nella riallocazione delle risorse tra le imprese attive. Al fine di analizzare l'allocazione dei fondi delle politiche di sostegno tra le imprese durante la pandemia è necessario integrare i dati sulle caratteristiche di un'impresa con informazioni sul sostegno ricevuto da tale impresa sotto forma di sussidi, moratorie e garanzie sui prestiti. Questa serie integrata di dati, disponibile per sei paesi dell'area dell'euro, mostra che le imprese situate a metà della distribuzione di produttività sono quelle che hanno avuto la maggiore probabilità di beneficiare di misure di sostegno nel 2020 (cfr. la linea di colore blu scuro nel grafico 4)⁷. Inoltre, l'entità del sostegno è aumentata all'aumentare della produttività delle imprese⁸. Pertanto, all'inizio della crisi le politiche di sostegno non erano specificamente allocate alle imprese a bassa produttività e, di conseguenza, non hanno introdotto distorsioni nell'allocazione delle risorse.

Tuttavia, la probabilità relativa che le imprese a bassa produttività beneficiassero del sostegno è aumentata in misura significativa nel corso del secondo anno della crisi pandemica. Le imprese ad alta produttività sono uscite

⁷ I paesi per i quali sono disponibili dati per il 2020 sono: Estonia, Spagna, Croazia, Portogallo, Slovenia e Slovacchia.

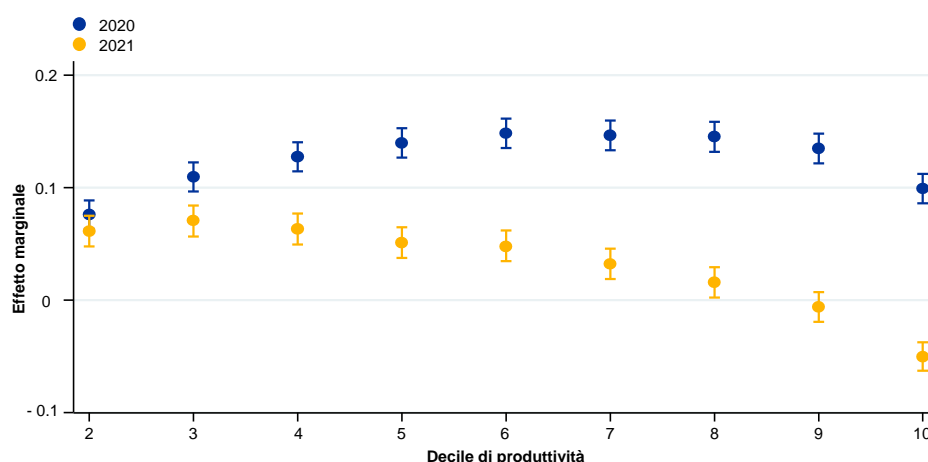
⁸ Per analisi tra paesi e ulteriori dettagli, cfr. Lalinsky, T. et al., "The impact of the COVID-19 pandemic and policy support on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, n. 341, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024.

presto dai programmi di sostegno. Pertanto, durante il secondo anno della pandemia, la probabilità che le imprese a bassa produttività beneficiassero del sostegno è aumentata, rispetto alle imprese più produttive, in tutti i paesi in cui i dati sono disponibili (cfr. la linea gialla del grafico 4). Di conseguenza, l’allocazione dei sussidi è divenuta col passare del tempo più distorsiva, nonostante i criteri di ammissibilità siano rimasti invariati⁹.

Grafico 4

Probabilità di beneficiare di integrazioni salariali per livello di produttività dell’impresa, 2020 e 2021

(differenza nella probabilità di beneficiare delle misure di sostegno rispetto alla categoria di riferimento (primo decile), in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati a livello di impresa relativi a Croazia, Lettonia e Slovacchia.

Note: variazioni nella probabilità di beneficiare di sussidi per un’impresa in un determinato decile di produttività rispetto al decile di produttività più basso (primo decile). Le linee verticali (“baffi”) rappresentano gli intervalli di confidenza. Viene presentata una media dei risultati relativi a Croazia, Lettonia e Slovacchia.

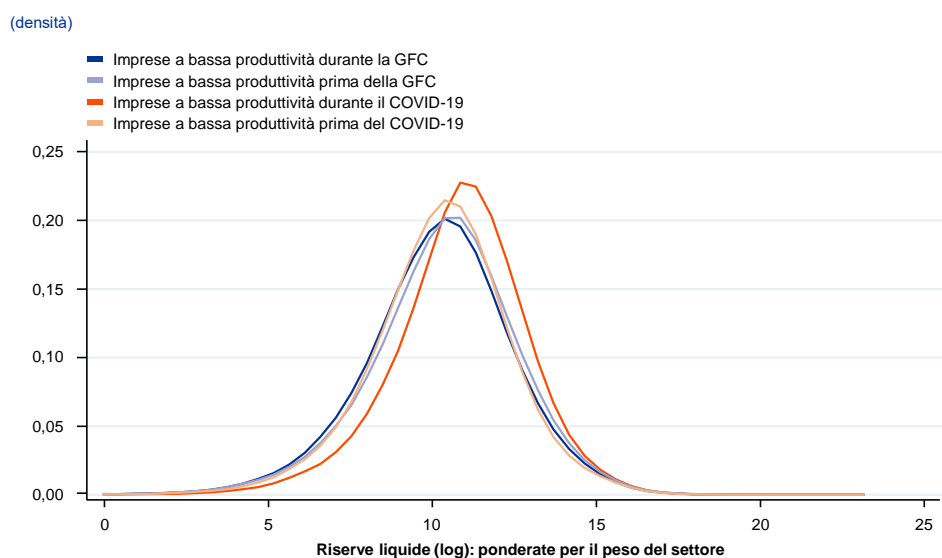
Un’analisi complementare mostra che, rispetto ad altre crisi, il modesto tasso di uscita delle imprese nel 2020 potrebbe essere in qualche misura ascrivibile al fatto che le imprese a bassa produttività detenevano ampie riserve di liquidità (cfr. il grafico 5). Nel 2020 le imprese a bassa produttività, intendendo per tali quelle collocate nella metà inferiore della distribuzione di produttività di ciascun settore, hanno goduto di riserve di liquidità relativamente robuste. Questo potrebbe spiegare la loro maggiore capacità di restare sul mercato durante la pandemia rispetto ad altre crisi, come quella finanziaria mondiale (global financial crisis, GFC). Le ragioni alla base della robustezza delle riserve di liquidità potrebbero essere molteplici. È possibile che le imprese avessero avuto bilanci più sani prima della pandemia o che abbiano beneficiato di misure di sostegno pubblico durante la crisi pandemica. Al fine di distinguere fra questi fattori, il grafico 5 mostra la distribuzione delle disponibilità liquide nel 2020 (in rosso) e nel 2009, l’anno di picco della crisi finanziaria mondiale (in blu), nonché quella riferita all’anno precedente entrambe le crisi (in rosso chiaro e celeste). È evidente che nel 2020 le riserve di liquidità delle imprese a bassa produttività erano più elevate rispetto al 2009 e che l’aumento si è

⁹ Si noti che solo Croazia, Lettonia e Slovacchia dispongono di dati a livello di impresa sulle integrazioni salariali e sulle caratteristiche delle imprese per il 2021. Pertanto, i risultati relativi all’allocazione delle misure di sostegno nel 2021 si basano su un piccolo campione di paesi e dovrebbero essere interpretati con cautela.

verificato nel 2020, non nel 2019. Ciò suggerisce che le politiche di sostegno potrebbero aver svolto un ruolo fondamentale nel modesto tasso di uscita delle imprese registrato nel 2020.

Grafico 5

Distribuzione della liquidità delle imprese a bassa produttività durante la crisi finanziaria mondiale e la pandemia



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Orbis-IBACH relativi ad imprese di Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Portogallo.

Note: per imprese a bassa produttività si intendono quelle collocate nella metà inferiore della distribuzione di produttività in ciascun paese-settore. I settori sono poi aggregati utilizzando pesi basati sul valore aggiunto. Gli anni di riferimento sono: il 2009 per la GFC, il 2008 per il periodo precedente la GFC, il 2020 per il COVID-19 e il 2019 per il periodo precedente la pandemia. La produttività è misurata come valore aggiunto in termini reali per addetto.

Anche la politica monetaria ha contribuito ad attenuare gli effetti avversi della crisi indotti dalla pandemia di COVID-19. Al momento della stesura del presente articolo non era ancora possibile quantificare l'impatto della politica monetaria sulla crescita della produttività a livello di impresa, in quanto i dati riferiti al periodo successivo al 2020-2021 non erano ancora disponibili. Tuttavia, un'analisi dei dati storici può fornire alcune indicazioni sui possibili effetti della politica monetaria durante la pandemia. In generale, la politica monetaria ha un impatto sulla produttività, sia influenzando positivamente il ciclo economico, sia riducendo le frizioni finanziarie delle imprese con produttività relativamente elevata¹⁰.

Effetti a lungo termine della pandemia sulla produttività

È ancora troppo presto per valutare le conseguenze a lungo termine della pandemia sulla crescita della produttività. L'individuazione degli impatti è inoltre difficile in quanto dall'inizio della pandemia altri shock con effetti potenzialmente rilevanti sulla crescita della produttività hanno investito l'economia. Questa sezione mette in evidenza i principali cambiamenti strutturali in grado di avere un impatto

¹⁰ Cfr. l'analisi riportata in Valderrama, M.T. et al., "The impact of monetary policy on productivity: A report of the ESCB Expert Group on Productivity, Innovation and Technological Change", *Occasional Paper Series*, 2024, di prossima pubblicazione.

potenziale sulla crescita della produttività nel lungo periodo e lascia la quantificazione precisa di tale impatto alle analisi future, man mano che i dati si renderanno disponibili.

La pandemia e le relative misure di lockdown hanno dato un forte impulso al commercio elettronico e agli acquisti online. All'inizio della pandemia il fatturato del commercio al dettaglio è diminuito di circa il 20 per cento in termini reali (cfr. il pannello a) del grafico 6). Gli acquisti online, invece, sono aumentati bruscamente e nel 2022 erano ancora superiori di circa il 30-40 per cento ai livelli pre-COVID-19. L'impatto di tale impennata delle vendite online sulla crescita della produttività non è chiaro e l'effetto varia in funzione delle caratteristiche delle imprese e di altre determinanti. La letteratura ha riscontrato che la diffusione delle piattaforme online ha avuto un impatto positivo sulla crescita della produttività delle imprese già presenti sul mercato¹¹. Tali incrementi di produttività sono il risultato di un aumento del valore aggiunto piuttosto che di un calo dell'occupazione, il che indica che le piattaforme online generano maggiori opportunità commerciali.

Analogamente, il telelavoro è aumentato repentinamente nella primavera del 2020 con l'introduzione delle misure di distanziamento sociale. La percentuale di occupati che lavorano frequentemente o occasionalmente da casa è aumentata sensibilmente nel 2020, raggiungendo quasi il 25 per cento nel 2021 (cfr. il pannello b) del grafico 6). L'impennata del telelavoro può incidere sulla crescita della produttività attraverso vari canali. In primo luogo, esso può accrescere l'efficienza grazie ai risparmi di tempo per gli spostamenti, che si traducono in parte in orari di lavoro più lunghi¹². In secondo luogo, esso potrebbe comportare una riduzione dello stock di capitale, soprattutto immobiliare, di cui le imprese necessitano per poter operare¹³. Inoltre, il telelavoro può contribuire ad accelerare la digitalizzazione. Infine, il telelavoro potrebbe avere un impatto negativo sul modo in cui i gruppi lavorano insieme, in quanto alcuni ritengono che lavorare da casa diminuisca l'interazione, lo spirito di squadra e le sinergie tra colleghi. I dati disponibili mostrano che gli impatti negativi del telelavoro sulla produttività aumentano in funzione dell'intensità del telelavoro. Per questo motivo, la letteratura suggerisce una relazione a forma di U invertita tra quantità di telelavoro ed efficienza dei lavoratori, il che implica che la crescita della produttività raggiunga il suo massimo a livelli moderati di telelavoro¹⁴. La forma esatta di tale relazione varia probabilmente in funzione dell'importanza relativa di questi fattori per settore e occupazione.

¹¹ Cfr. Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, "One year of SME and entrepreneurship policy responses to COVID-19: Lessons learned to 'build back better'", *OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19)*, 2021.

¹² Cfr. Aksoy, C.G., Barrero, J.M., Bloom, N., Davis, S.J., Dolls, M. e Zarate, P., "Time Savings When Working from Home", *NBER Working Paper*, n. 30866, gennaio 2023.

¹³ Cfr. Bergeaud, A. e Ray, S., "The macroeconomics of teleworking", *Banque de France Bulletin*, n. 231/2, 2020.

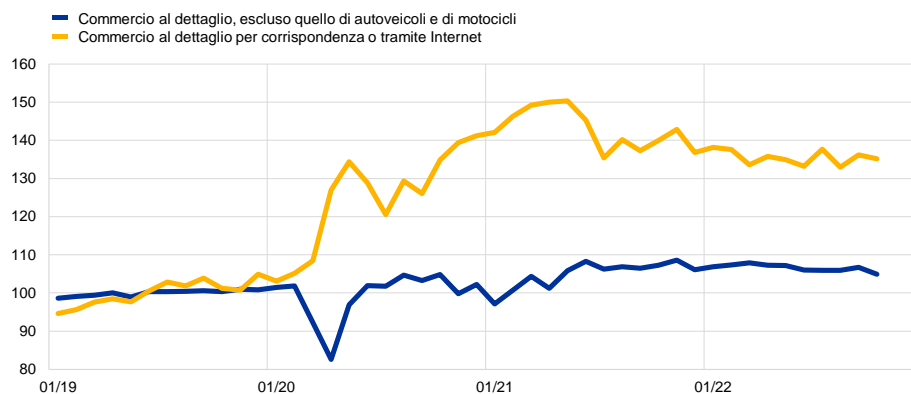
¹⁴ Cfr., ad esempio, Behrens K., Kichko, S. e Thisse, J.-F., "Working From Home: Too Much of a Good Thing?", *CESifo Working Papers*, n. 8831, 2021 e Albanesi, S., Dias da Silva, A., Jimeno, J.F., Lamo, A. e Wabitsch, A., "New technologies and jobs in Europe", *Working Paper Series*, n. 2831, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

Grafico 6

Commercio elettronico e telelavoro

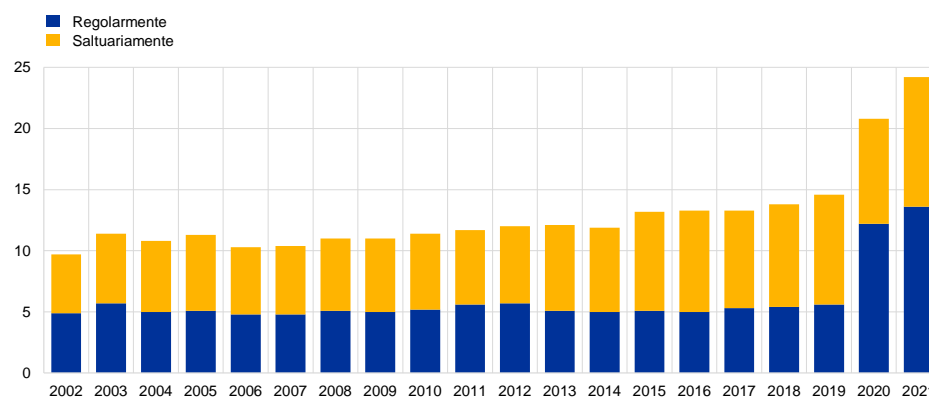
a) Fatturato del commercio al dettaglio

(deflazionato; indice 2019 = 100)



b) Quota di lavoratori in telelavoro

(percentuale degli occupati di età pari o superiore a 15 anni)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati Eurostat.

Note: le vendite al dettaglio per corrispondenza o tramite Internet comprendono le attività di vendita in cui l'acquirente decide sulla base di annunci, cataloghi, informazioni fornite su un sito web, modelli o altri mezzi pubblicitari ed effettua l'ordine per posta, telefono o tramite Internet. L'ultima osservazione si riferisce a ottobre 2022.

La pandemia potrebbe aver colpito la forza lavoro con effetti negativi di più lunga durata che si estendono oltre la fase acuta.

In primo luogo, le chiusure delle scuole e le interruzioni della didattica durante la pandemia potrebbero aver avuto un impatto sul capitale umano dei lavoratori futuri. In secondo luogo, nell'attuale forza lavoro le misure di contenimento della pandemia e il brusco calo del prodotto potrebbero aver innalzato i tassi di disoccupazione, introdotto tensioni nelle relazioni tra imprese e lavoratori e potenzialmente ridotto le competenze e il capitale umano. Infine, alcune persone infettate da COVID-19 possono aver sviluppato una condizione cronica tale da comprometterne la capacità lavorativa per un periodo prolungato. Ciò detto, le misure di integrazione salariale e la didattica a distanza hanno probabilmente ridotto l'impatto della crisi pandemica sulla forza lavoro, e il ritorno delle forze di lavoro dell'area dell'euro su valori in linea con la tendenza di

lungo periodo precedente la pandemia nel 2023 smentisce la possibilità del perdurare di effetti rilevanti¹⁵.

3 L'impatto delle transizioni digitale e verde

Le attuali trasformazioni digitale e verde dell'economia rientrano tra le priorità dell'agenda politica in Europa. I fondi del programma NGEU incentivano l'adozione di tecnologie più verdi e la digitalizzazione dell'economia, che sono state accelerate dalla pandemia e dal recente aumento dei prezzi dell'energia. Si prevede che questa duplice transizione incida sulla crescita della produttività dell'area dell'euro nel breve e medio termine. Inoltre, lo sviluppo e la diffusione in corso dell'intelligenza artificiale (IA) nelle economie dell'area dell'euro creano numerose opportunità e nuove sfide per sfruttare il potenziale di incremento della produttività sotteso all'utilizzo dell'IA. Il pacchetto "Pronti per il 55%"¹⁶ è stato concepito per accelerare la transizione verde e, insieme al recente shock energetico nel contesto dell'invasione russa dell'Ucraina, sta modificando i prezzi relativi dei vari input energetici. Anche se i costi della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica saranno sempre inferiori a quelli impliciti in uno scenario di non intervento, è importante comprendere in che modo questi cambiamenti influenzino le decisioni di produzione e le performance delle imprese. L'aumento dei costi dei fattori di produzione dovuto all'aumento dei prezzi dell'energia e di quello delle emissioni di gas serra (prezzo del carbonio) frenerà probabilmente la crescita della produttività a breve termine. Questo impatto negativo potrebbe essere compensato a lungo termine con l'adozione di tecnologie nuove, più verdi e più digitali.

Transizione digitale

La transizione digitale è diventata una priorità politica per l'Unione europea¹⁷. Anche la pandemia ha accelerato la digitalizzazione. Inoltre, l'IA generativa ha mostrato il potenziale — ancora però da vedere — da parte delle nuove tecnologie digitali di modificare il modo in cui le persone vivono e lavorano.

Uno dei motivi principali per cui l'Unione europea è interessata alla transizione digitale è dovuto al potenziale di incremento della produttività insito nella digitalizzazione. La digitalizzazione incide sulla crescita della produttività delle imprese attraverso vari canali. Per quanto riguarda i lavoratori, la letteratura ha dimostrato che l'adozione di tecnologie digitali ne accresce l'efficienza, facendo da complemento alle loro mansioni, mentre i compiti non essenziali hanno maggiori

¹⁵ Cfr. Lam, W.R. e Solovyeva, A., "How effective were job-retention schemes during the COVID-19 pandemic? A microsimulation approach for European countries", *IMF Working Paper 2023/003*, International Monetary Fund, 2023 e l'articolo 3 *Le forze di lavoro dell'area dell'euro: sviluppi recenti e determinanti* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

¹⁶ "Pronti per il 55%" è una serie di proposte volte a ridurre le emissioni nette di gas a effetto serra dell'UE di almeno il 55 per cento (rispetto al 1990) entro il 2030.

¹⁷ Come documentato da varie iniziative politiche, quali la strategia dell'Unione europea per il [mercato unico digitale](#) e il progetto [Next Generation EU](#).

probabilità di essere esternalizzati dopo l'arrivo della nuova tecnologia¹⁸. Vari studi hanno inoltre documentato l'impatto della digitalizzazione sui mercati: le tecnologie digitali consentono alle imprese di crescere rapidamente e di acquisire "scala senza massa"¹⁹, di accrescere la competitività e le dimensioni del mercato grazie al potenziale del commercio elettronico e di accedere a scelte più ampie di beni importati²⁰.

Gli investimenti nelle tecnologie digitali aumentano la produttività a livello di impresa. Un'analisi di dati a livello di impresa riferiti a Francia e Austria mostra che, dopo un periodo di adattamento, le imprese che hanno investito di più in tecnologie digitali hanno registrato una crescita della produttività sostenuta e sensibilmente più elevata rispetto alle imprese che hanno investito meno in tecnologie digitali (cfr. il grafico 7)²¹. Nel brevissimo termine, l'adozione di queste nuove tecnologie comporta cambiamenti strutturali nel processo produttivo con possibili ricadute negative sulla produttività. Infatti, i tassi di occupazione reagiscono più rapidamente rispetto alla produzione, giacché le imprese devono assumere dipendenti in grado di svolgere nuovi compiti, ad esempio quelli inerenti al settore delle tecnologie dell'informazione. Ciò spiega l'iniziale calo della crescita della produttività del lavoro e, soprattutto, di quella totale dei fattori (PTF) nell'anno in cui gli investimenti in tecnologia sono posti in essere.

Tuttavia, l'effetto stimato dell'adozione di tecnologie digitali sulla produttività a livello di impresa nei due paesi inclusi nell'analisi è modesto (cfr. il grafico 7).

La reazione stimata della produttività delle imprese all'adozione della tecnologia digitale indica che, in media, un aumento dell'1 per cento degli investimenti in tecnologie digitali comporterebbe un aumento dello 0,06 per cento della produttività del lavoro e dello 0,007 per cento della PTF dopo sei anni. Queste stime rappresentano probabilmente un limite inferiore alla portata dell'effetto per almeno quattro motivi: 1) si tratta di elasticità a livello micro stimate a livello di impresa, il che significa che non sono inclusi gli effetti di propagazione e di equilibrio generale, sebbene questi possano acquisire rilievo, come verrà discusso di seguito; 2) i dati per l'esercizio si riferiscono al periodo precedente l'introduzione delle tecnologie di IA più recenti, in particolare l'IA generativa, che potrebbe avere un impatto maggiore sulla produttività; 3) le nuove tecnologie digitali possono richiedere investimenti in competenze complementari di dipendenti e dirigenti, in infrastrutture e quadri giuridici adeguati e in capitale immateriale (ad esempio dati e software) per poter

¹⁸ Cfr., ad esempio, Gal, P. et al., "Digitalization and Productivity: In Search of the Holy Grail - Firm-level Empirical Evidence from European Countries", *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 37, 2019, pagg. 39-71.

¹⁹ Per "scala senza massa" si intende la possibilità di svolgere attività commerciali significative in una determinata giurisdizione senza che vengano soddisfatti i criteri per l'apertura di uno stabilimento permanente.

²⁰ Cfr., ad esempio, Haskel, J. e Westlake, S., *Capitalism without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2017.

²¹ L'analisi impiega una metodologia in cui l'evento è un grande investimento (entro il 10 per cento superiore della distribuzione) in tecnologia digitale. La specificazione include i controlli per le variabili tempo-invarianti non osservabili, specifiche per paese, settore e impresa, nonché gli effetti fissi per anno-settore per far fronte ad alcuni dei potenziali shock correlati dal lato della domanda o dell'offerta. Per maggiori informazioni sulla metodologia, cfr. Aghion, P., Antonin, C., Bunel, S. e Jaravel, X., "What Are the Labor and Product Market Effects of Automation? New Evidence from France", *Sciences Po publications*, 2020.

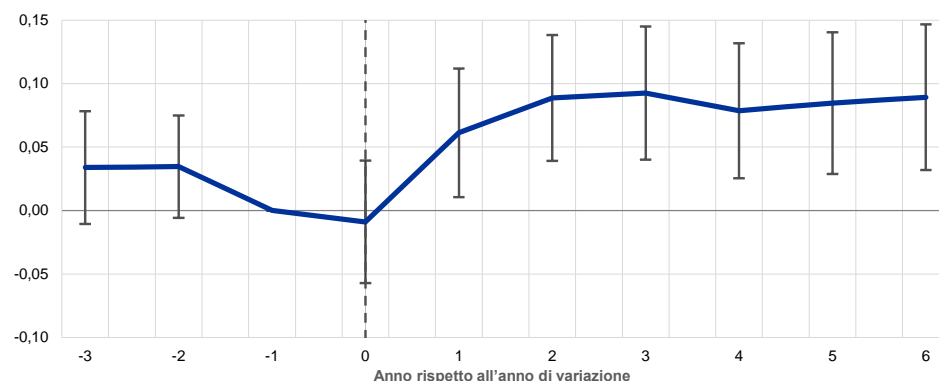
dispiegare tutti i benefici in termini di produttività di cui sono capaci; 4) l'impatto medio cela effetti eterogenei tra settori e tra imprese all'interno dello stesso settore.

Grafico 7

Impatto dell'adozione di tecnologie digitali sulla crescita della produttività a livello di impresa nel corso del tempo

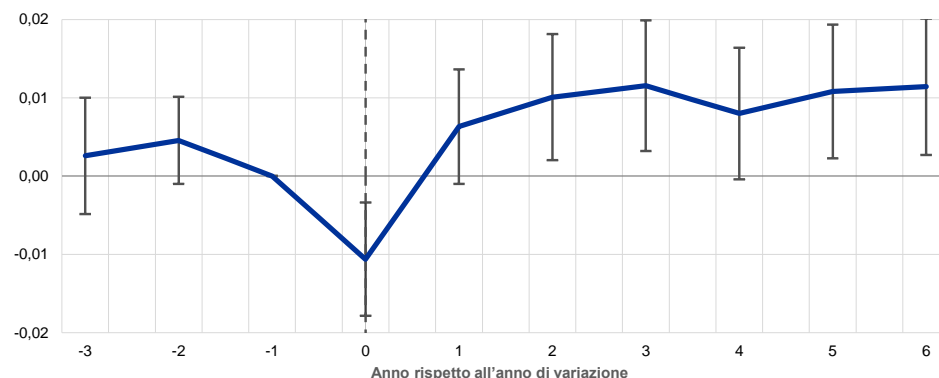
a) Produttività del lavoro

(semi-elasticità stimata)



b) Produttività totale dei fattori

(semi-elasticità stimata)



Fonte: elaborazioni degli autori basate sulla serie di dati FIBEN (Francia).

Note: il grafico si riferisce ai risultati basati su dati a livello di impresa francesi, sebbene quelli relativi all'Austria siano qualitativamente simili. Il grafico mostra la differenza media nella crescita della produttività fino a sei anni dopo l'investimento tra due gruppi di imprese: quelle che hanno investito molto e quelle che hanno investito meno nella digitalizzazione. I "baffi" rappresentano un intervallo di confidenza del 95 per cento.

Un'analisi basata su dati a livello di impresa per 13 paesi dell'area dell'euro conferma che i guadagni di produttività derivanti dalla digitalizzazione sono estremamente eterogenei tra settori e imprese.

Le stime suggeriscono che un'intensità di investimento digitale più elevata di 1 punto percentuale in un settore è associata a un'accelerazione, nell'anno successivo, di circa 0,02 punti percentuali della crescita della PTF dell'impresa media in tale settore. Pertanto, l'entità dell'impatto degli investimenti digitali sembra piuttosto modesta, a conferma dei risultati per Francia e Austria precedentemente illustrati. Tuttavia, l'impatto medio cela un'elevata eterogeneità tra settori: l'impatto nei settori in grado di beneficiare della digitalizzazione (punti blu e gialli nel pannello a) del grafico 8) è 17 volte maggiore rispetto all'impatto medio stimato sulla produttività in tutti i settori.

Solo le imprese più produttive traggono beneficio, in termini di crescita della PTF, da un'intensità digitale più elevata (cfr. il pannello b) del grafico 8). Solo il 30 per cento circa delle imprese, le più produttive di ogni settore, riesce a impiegare le nuove tecnologie digitali in modi innovativi e persino dirompenti per aumentare nel tempo la propria produttività. Infatti, queste imprese dispongono già di processi interni altamente produttivi e la digitalizzazione è solo un altro fattore che conferisce loro un vantaggio competitivo. Con riguardo alle altre imprese, la digitalizzazione non ha un impatto significativo sulla loro produttività²².

Tuttavia, gli impatti aggregati della digitalizzazione sulla crescita della produttività, tenuto conto degli effetti di propagazione e di equilibrio generale, possono essere considerevoli. Per comprendere l'importanza degli effetti di equilibrio generale si utilizza un modello di equilibrio generale stocastico dinamico multisettoriale calibrato sulle quattro maggiori economie dell'area dell'euro. In questo modello, l'output settoriale è utilizzato non solo a fini di consumo o investimento, ma anche come input intermedio, per cogliere i legami produttivi tra settori²³. La crescita della produttività del lavoro derivante dall'incremento della PTF osservata in ciascun settore tra il 1997 e il 2018 è confrontata con uno scenario controfattuale in cui la crescita della PTF nei settori digitali è posta pari a zero a partire dal 1997²⁴; ossia con uno scenario controfattuale senza digitalizzazione²⁵. È stato rilevato che in Germania e in Francia, senza guadagni di efficienza legati alla digitalizzazione²⁶, la crescita cumulata della produttività del lavoro sarebbe stata, dal 1997, rispettivamente di circa il 50 e il 40 per cento inferiore. La produttività del lavoro aggregata in Italia avrebbe ristagnato. Nel complesso, i risultati della simulazione evidenziano l'elevato impatto della crescita della PTF nei settori digitali, quale proxy della digitalizzazione, sulla crescita della produttività aggregata del lavoro, nonché l'importanza degli effetti di propagazione e di equilibrio generale²⁷.

²² L'analisi utilizza dati Orbis per 13 paesi dell'area dell'euro tra il 2000 e il 2019, che comprendono circa 2,5 milioni di imprese, per stimare l'impatto dell'intensità digitale del settore sulla crescita della PTF a livello di impresa, tenuto conto di altre possibili determinanti della crescita della produttività a livello di impresa. Per maggiori dettagli, cfr. Anderton, R., Botelho, V. e Reimers, P., "[Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?](#)", *Working Paper Series*, n. 2794, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2023.

²³ Per una descrizione dettagliata del modello, cfr. Deutsche Bundesbank, "[The impact of digitalisation on labour productivity growth](#)", *Monthly Report*, vol. 75, n. 3, marzo 2023, pagg. 43-65.

²⁴ I settori digitali comprendono i settori economici "Fabbricazione di prodotti informatici, elettronici e ottici" (NACE, divisione C26), "Fabbricazione di apparecchiature elettriche" (NACE, divisione C27) e "Informazione e comunicazione" (NACE, sezione J).

²⁵ Si noti che si tratta di un'ipotesi molto forte, in quanto la crescita della PTF nei settori digitali potrebbe essere connessa a ragioni diverse dalla digitalizzazione.

²⁶ I risultati per la Spagna non sono riportati in quanto il modello si discosta notevolmente in alcune parti dall'andamento effettivo della produttività del lavoro. Uno dei motivi è probabilmente il fatto che in Spagna la produttività del lavoro è aumentata considerevolmente per effetto della riduzione sproporzionatamente elevata dell'input di lavoro a seguito della crisi finanziaria ed economica mondiale e della successiva crisi del debito sovrano. Tuttavia, questo andamento drammatico non è innescato dalla PTF e non può quindi essere desunto dal modello.

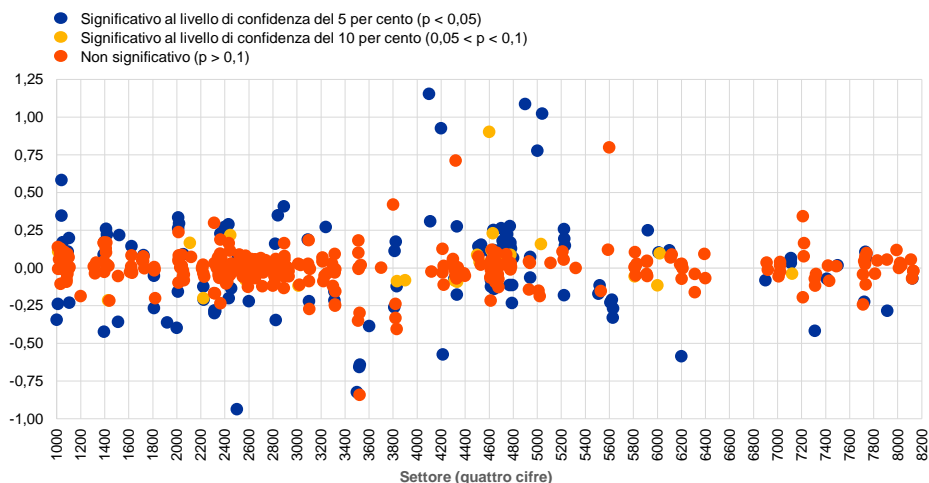
²⁷ Le elasticità a livello micro della produttività alla digitalizzazione sono di gran lunga inferiori a quelle implicite nel modello in quanto non tengono conto delle entrate e delle uscite dal mercato, degli effetti di propagazione settoriali e di altri effetti di equilibrio.

Grafico 8

Effetti eterogenei della digitalizzazione sulla crescita della PTF tra settori e imprese

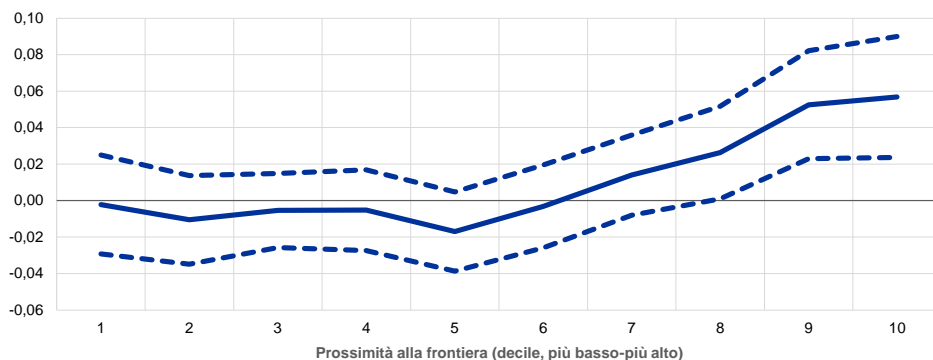
a) Impatto stimato della digitalizzazione sulla crescita della PTF in diversi settori

(in punti percentuali)



b) Impatto stimato della digitalizzazione sulla crescita della PTF nelle imprese con livelli iniziali di PTF diversi

(in punti percentuali)



Fonte: Anderton et al.¹⁾

Note: il pannello a) mostra l'impatto della digitalizzazione sulla crescita della PTF settoriale; i settori sono definiti al livello a quattro cifre secondo la classificazione NACE. Il pannello b) mostra l'impatto specifico per settore della digitalizzazione sulla crescita della PTF aziendale, a seconda della posizione dell'impresa nella distribuzione della PTF (1 è il decile più basso della distribuzione della PTF e 10 è il più alto).

1) Anderton, R., Botelho, V. e Reimers, P., "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper Series*, n. 2794, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2023.

Transizione verde

I rischi di transizione si riferiscono all'impatto delle politiche di mitigazione necessarie per una società più verde.

Tali politiche, che attuano obiettivi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica, comportano cambiamenti nel sistema energetico e industriale e hanno ripercussioni sull'intera economia. Ad esempio, le imprese coinvolte nella produzione di combustibili fossili e quelle ad alta intensità di emissioni potrebbero dover sostenere costi operativi maggiori e/o costi elevati per investire in tecnologie di mitigazione delle emissioni di anidride carbonica. Inoltre, l'aumento dei prezzi degli input intermedi può determinare un'impennata dei costi di

produzione per le imprese meno inquinanti. Nel complesso, l'intera economia dovrà adeguarsi.

Una “transizione disordinata” ridurrebbe la produttività aggregata nel lungo periodo. Il capitale verde richiede sviluppo tecnologico e investimenti, che di per sé sottintendono un processo graduale che dipende dalla disponibilità di risorse. Il ritmo della transizione è pertanto importante. Se i prezzi del carbonio aumentano in modo graduale e prevedibile (“transizione ordinata”), il capitale obsoleto può essere sostituito da nuovo capitale verde a mano a mano che si va svalutando. Se l'entità dell'investimento è incerta e le politiche di transizione sono imprevedibili o rinviata al futuro, i prezzi del carbonio dovranno aumentare drasticamente per potere raggiungere la neutralità carbonica (“transizione disordinata”). Ciò può comportare cali sostanziali di capitale, produzione e produttività nel lungo periodo.

Sebbene le politiche di transizione siano finalizzate alla riduzione delle emissioni di gas a effetto serra, esse possono anche avere un impatto sulla crescita della produttività a breve e medio termine²⁸. Tale impatto può dispiegarsi attraverso molteplici canali potenziali. In primo luogo, le politiche di transizione possono ridurre la flessibilità con cui operano le imprese. In secondo luogo, le nuove tecnologie verdi potrebbero essere meno efficienti di quelle esistenti, ad alta intensità di carbonio. In terzo luogo, gli investimenti nelle tecnologie verdi potrebbero spiazzare altri investimenti volti a incrementare la produttività. In quarto luogo, la transizione verde potrebbe determinare una redistribuzione delle risorse da settori e imprese ad alto tasso di inquinamento ad altri a basso tasso di inquinamento, le quali potrebbero differire nel livello medio di produttività. In quinto luogo, maggiori investimenti in tecnologie verdi e innovazione potrebbero avere un impatto positivo sulla crescita della produttività aggregata nel lungo periodo. In sesto luogo, la transizione verde potrebbe incidere sulla composizione delle competenze della forza lavoro, con possibili ripercussioni sulla crescita della produttività aggregata.

Le variazioni osservate nella produttività delle imprese potrebbero essere in parte dovute a un problema di misurazione. Attualmente le tecnologie ad alta intensità di carbonio sottovalutano il proprio impatto sui cambiamenti climatici nel calcolo della produttività. Ciò è dovuto al fatto che il degrado ambientale e il maggiore rischio di catastrofi climatiche non sono inclusi come voci di costo negli schemi contabili tradizionali. Pertanto, una tecnologia verde che eviti questi costi non contabilizzati non può che apparire meno produttiva. Analogamente, il capitale impiegato esclusivamente per abbattere le emissioni di anidride carbonica non ha un output misurato. Se l'abbattimento del carbonio è ottenuto aggiungendo una fase (ad esempio la cattura del carbonio) al processo di produzione esistente, vi è, per definizione, la necessità di maggiori capitali e fattori di produzione per ottenere la stessa quantità di prodotto. La valutazione della produttività basata sul PIL per occupato o per ora lavorata non consente di cogliere appieno i benefici derivanti dall'adozione della tecnologia verde. Tale limitazione diventa evidente, in particolare,

²⁸ Cfr. anche l'articolo 2 *Gli effetti del cambiamento climatico sul prodotto potenziale* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

perché tali misure non tengono conto del relativo scenario controfattuale di una probabile escalation dei rischi fisici legati al clima.

Politiche di transizione, crescita della produttività delle imprese e innovazione

Un potenziale aspetto positivo della transizione verde è che un aumento degli investimenti in innovazioni e tecnologie verdi potrebbe stimolare la crescita della produttività nel medio e lungo periodo. Questa è nota come ipotesi di Porter²⁹. La versione “forte” dell’ipotesi di Porter afferma che una regolamentazione ambientale più stringente aumenta la produttività complessiva, mentre la versione “debole” sostiene che una regolamentazione ambientale concepita in modo ottimale stimola l’innovazione. Una terza versione “ristretta” prevede che gli strumenti basati sul mercato siano più efficaci nel promuovere l’innovazione rispetto alle politiche di “comando e controllo”. Sebbene vi siano molte analisi empiriche che testano la validità delle versioni dell’ipotesi di Porter, i risultati rimangono inconcludenti.

Per testare l’ipotesi di Porter sono stati utilizzati dati a livello di impresa provenienti da sei paesi dell’area dell’euro. I risultati mostrano che la crescita della produttività delle imprese ad alta intensità di inquinamento diminuisce man mano che la politica ambientale diventa più stringente³⁰. L’impatto può essere relativamente ampio: un inasprimento della regolamentazione pari a una deviazione standard riduce la crescita della PTF di circa un terzo nell’arco di cinque anni. Tuttavia, gli impatti sono diversi a seconda del tipo di politica. Le politiche di sostegno alla tecnologia (sussidi alla R&S verde) hanno un effetto negativo solo a breve termine, durante una fase di transizione; dopo di che, stimolano la crescita della PTF³¹. Per contro, le politiche basate sul mercato, ad esempio il sistema di scambio delle quote di emissione o le imposte, hanno effetti persistenti e negativi, anche se quantitativamente contenuti. Gli strumenti non di mercato, come i limiti alle emissioni, sono invece quelli che più comprimono la crescita della PTF in un arco temporale di cinque anni. Rispetto alle politiche basate sul mercato, i significativi

²⁹ Cfr. Porter, M.E. e van der Linde, C., “[Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship](#)”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, 1995, pagg. 97-118.

³⁰ Dati relativi a Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Portogallo tra il 2003 e il 2019. I risultati qui riportati si basano su due documenti di lavoro della BCE: Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. e Lopez-Garcia, P., “[Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis](#)”, *Working Paper Series*, n. 2820, BCE, Francoforte sul Meno, 2023 e Benatti, N., Groiss, M., Lopez-Garcia, P. e Kelly, P., “[Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?](#)”, di prossima pubblicazione. L’analisi utilizza una stima delle emissioni CO2 equivalenti a livello di impresa per identificare le imprese più esposte ai cambiamenti di politica ambientale e quindi individuare gli effetti causali. Le modifiche della politica ambientale sono misurate con l’indicatore di rigore delle politiche ambientali (Environmental Policy Stringency, EPS) dell’OCSE e tengono conto delle informazioni su tre diverse tipologie di politiche ambientali: politiche basate sul mercato, politiche non basate sul mercato e politiche di sostegno alla R&S verde. Viene inclusa un’ampia serie di controlli per l’eterogeneità non osservata al fine di ridurre al minimo la distorsione prodotta dalle variabili omesse.

³¹ L’impatto negativo iniziale degli investimenti in nuove tecnologie e innovazione sulla PTF si riscontra anche nel contesto degli investimenti in tecnologie digitali (cfr. il grafico 7).

effetti negativi delle politiche non di mercato sulla PTF potrebbero derivare dalla loro natura più discrezionale³².

Politiche ambientali più rigorose fanno sì che aumenti il numero di domande di brevetti verdi da parte di imprese inquinanti (cfr. il pannello a) del grafico 9).

Inoltre, l'aumento degli investimenti nell'innovazione verde non spiazzava altri tipi di innovazione, come dimostra il fatto che l'impatto di politiche più stringenti sulle domande di brevetto non verdi sia non significativo (cfr. il pannello b) del grafico 9). Questi risultati confermano la versione debole dell'ipotesi di Porter, secondo la quale una politica ambientale rigorosa può aumentare l'innovazione complessiva.

L'analisi mostra che gli strumenti basati sul mercato, come le imposte sulle emissioni di carbonio, sono necessari ma non sufficienti a stimolare gli investimenti in innovazione verde e la crescita della produttività. La transizione verde richiede inoltre di intensificare gli sforzi nel settore della R&S verde e nelle politiche non di mercato, come le norme e i regolamenti. Analogamente, le evidenze desunte dalle indagini³³ mostrano che anche altri fattori connessi ai rischi reputazionali e alla domanda sono importanti nel guidare le performance verdi delle imprese.

L'impatto delle politiche ambientali sulla crescita della PTF varia tra le imprese. I dati a livello di impresa relativi agli stessi sei paesi dell'area dell'euro mostrano che, quando le politiche ambientali diventano più restrittive, le piccole imprese sostengono costi per la crescita della PTF significativamente più elevati rispetto alle grandi imprese. Questa differenza riflette, tra l'altro, la capacità delle grandi imprese di accedere alle risorse finanziarie necessarie per sostituire con successo il capitale ad alta intensità di carbonio³⁴.

³² Cfr. Blanchard, O., Gollier, C. e Tirole, J., "The portfolio of economic policies needed to fight climate change", *Annual Review of Economics*, vol. 15, 2023, pagg. 689-722.

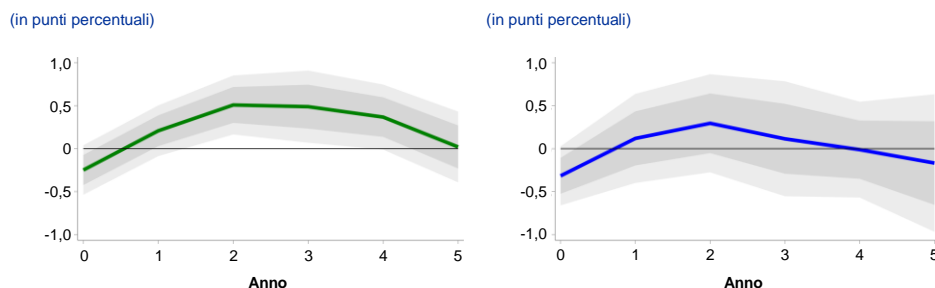
³³ Sulla base dell'analisi dell'indagine comunitaria sull'innovazione 2020 dell'Eurostat.

³⁴ Cfr. Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. e Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, n. 2820, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

Grafico 9

Variazioni nelle domande di brevetti verdi e non verdi da parte di imprese inquinanti in seguito all'inasprimento della politica ambientale

a) Brevetti verdi (per anno di primo deposito) b) Altri brevetti (per anno di primo deposito)



Fonte: Benatti et al.¹⁾

Note: funzioni di risposta all'impulso del numero di famiglie di brevetti verdi presentate da imprese inquinanti in Belgio, Germania, Spagna, Francia, Italia e Portogallo rispetto ad un aumento dell'indicatore di rigore delle politiche ambientali (EPS), stimate utilizzando proiezioni locali³⁵ su dati a livello di impresa. I dati relativi alle domande di brevetto provengono dalla banca dati Orbis IP. Le informazioni sui brevetti sono state combinate con indicatori di performance a livello di impresa per circa 100.000 osservazioni per impresa-anno della prima serie di dati, posto che solo una piccola parte di imprese presenta domande di brevetto. Il sistema di classificazione dei brevetti CPC (Cooperative Patent Classification) è utilizzato per classificare le tecnologie brevettate in diverse categorie. Le innovazioni verdi si riferiscono alle tecnologie di mitigazione dei cambiamenti climatici.

1) Benatti, N., Groiss, M., Lopez-Garcia, P. e Kelly, P., "Environmental regulation and innovation: are there crowding out effects?", di prossima pubblicazione nella collana *Working Paper* della BCE.

Politiche di transizione e riallocazione delle risorse

La riallocazione delle risorse dovuta al clima può altresì incidere sulla crescita della produttività aggregata. La riduzione delle emissioni può essere conseguita incentivando l'adozione di tecnologie più verdi e attraverso una riallocazione verde, ovvero spostando l'attività economica dalle imprese più inquinanti a quelle meno inquinanti. L'impatto della riallocazione verde sulla produttività aggregata dipende dalla produttività dei settori e delle imprese ad alta intensità di carbonio rispetto a quella delle loro controparti più verdi.

I settori ad alta intensità di carbonio mostrano, in media, livelli relativamente più elevati di produttività rispetto ai settori più verdi. Si prevede che settori quali l'estrazione mineraria e la raffinazione del petrolio si ridimensionino a causa dell'aumento dei prezzi relativi, e presentino un livello di produttività del lavoro più elevato rispetto ai settori impegnati nel maggiore efficientamento energetico degli edifici, che dovrebbero crescere. Pertanto, la riallocazione dei fattori di produzione tra settori durante la transizione verde farà sì che diminuisca meccanicamente, agli attuali livelli di produttività, la produttività aggregata.

All'interno dei singoli settori, gli effetti della riallocazione delle risorse sono meno chiari e variano da un settore all'altro. L'intensità di carbonio a livello di impresa e la produttività del lavoro non sono necessariamente correlate. Pertanto, la riallocazione della produzione dalle imprese ad alta intensità a quelle a bassa intensità di carbonio non comporta necessariamente un aumento della produttività. Le informazioni a livello di impresa ricavate dal sistema di scambio di quote di

³⁵ Cfr. Jordà, Ò., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *The American Economic Review*, vol. 95, n. 1, 2005, pagg. 161-182.

emissione dell'UE (Emissions Trading System, ETS) per il periodo 2005-2020 mostrano che nella maggior parte dei settori le imprese più efficienti in termini di emissioni di carbonio sono anche quelle più produttive. Agli attuali livelli di produttività a livello di impresa, la riallocazione della produzione verso le imprese più verdi si tradurrà in un aumento della crescita della produttività del lavoro in tali settori, a parità di altre condizioni. Tuttavia, per altri settori, come l'industria cartaria e quella siderurgica, si verifica il contrario, e la riallocazione comporterà una riduzione della produttività (cfr. il pannello a) del grafico 10)³⁶.

Una riallocazione dei fattori produttivi all'interno delle imprese a sfavore degli input energetici potrebbe comportare una minore produttività. I modelli che includono l'energia nella funzione di produzione mostrano che prezzi più elevati dei beni energetici possono indurre le imprese a effettuare sostituzioni che riducono l'utilizzo di energia e aumentano quello di capitale e lavoro. A causa dei rendimenti marginali decrescenti, l'impatto complessivo sarebbe una riduzione della produttività e del prodotto. Infatti, secondo recenti studi dell'OCSE, un aumento del 5 per cento dei prezzi dei beni energetici fa sì che la produttività d'impresa diminuisca di circa lo 0,4 per cento nell'anno successivo a causa di un aggiustamento al ribasso della capacità produttiva dell'impresa³⁷. Le imprese più colpite sono quelle operanti in settori ad alta intensità energetica e quelle con vincoli di natura finanziaria.

³⁶ Le politiche di transizione potrebbero incidere anche sulla riallocazione delle risorse attraverso l'entrata e l'uscita delle imprese dal mercato. Un'analisi basata su modelli mostra che imposte sulle emissioni di anidride carbonica più elevate innalzano la soglia di produttività per l'ingresso nel mercato e aumentano i tassi di uscita delle imprese; cfr. Chafwehe, B., Colciago, A. e Priftis, A., "Carbon Taxation, Monetary Policy and Productivity", di prossima pubblicazione. Inoltre, un'analisi empirica basata su dati combinati, di fonte EU ETS e Orbis, mostra che un forte aumento dei prezzi del carbonio a 150 euro per tutte le emissioni nell'ambito del sistema ETS dell'UE, ipotizzando un'intensità di emissioni di anidride carbonica costante e l'assenza di trasmissione dell'aumento del costo del carbonio ai prezzi, potrebbe comportare rischi di perdite per almeno un decimo delle imprese manifatturiere, attualmente rientranti nel sistema ETS, che operano nelle principali economie dell'area dell'euro. Cfr. Bijnens, G. et al., "The impact of climate change and policies on productivity: a report by the ESCB expert group on productivity, innovation and technological change", *Occasional Paper Series*, n. 340, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024.

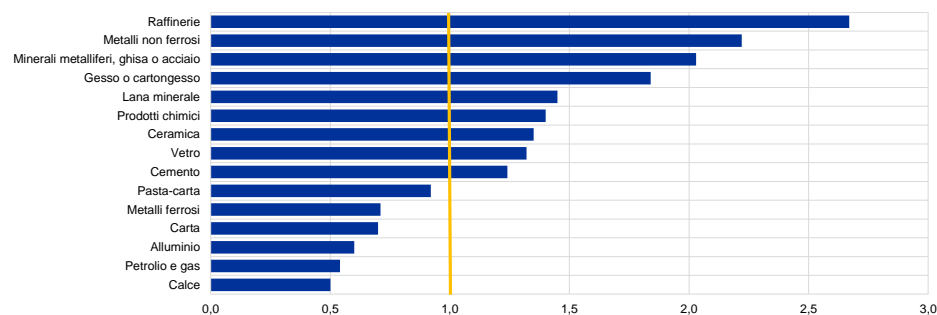
³⁷ Cfr. André, C. et al., "Rising energy prices and productivity: short-run pain, long-term gain?", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1755, OECD Publishing, Parigi, 2023.

Grafico 10

Riallocazione delle risorse e produttività del lavoro

Produttività del lavoro del 20 per cento delle imprese più efficienti in termini di emissioni di anidride carbonica rispetto a quella del 20 per cento delle imprese meno efficienti in ciascun settore

(rapporto)



Fonte: elaborazioni degli autori basate su dati ETS-Orbis³⁸.

Note: per "imprese" si intendono quelle che rientrano nel sistema ETS dell'UE. I settori in cui l'istogramma blu supera la linea gialla trarranno beneficio da una riallocazione derivante dalla riduzione delle emissioni di carbonio, in quanto le imprese a minore intensità di carbonio sono le più produttive. Per i settori che non superano la linea gialla, si verifica l'opposto.

4 Osservazioni conclusive: crescita della produttività nell'area dell'euro nel medio periodo

Negli ultimi anni l'economia dell'area dell'euro è stata investita da una serie di shock. La pandemia di COVID-19 e lo shock energetico a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina hanno interagito con altre tendenze strutturali in atto, tra cui le attuali transizioni verde e digitale. L'impatto complessivo di questi shock sulle prospettive di produttività a medio termine dell'area dell'euro è incerto e varia a seconda dell'orizzonte temporale.

Le generose e rapide risposte politiche alla pandemia a livello nazionale ed europeo e le relative misure di lockdown hanno contribuito a contenere l'entità e la durata degli effetti negativi su famiglie e imprese. Sebbene la riallocazione delle risorse attese ad accrescere la produttività non abbia subito profonde distorsioni nel 2020, la pandemia e le politiche di sostegno hanno ridotto l'effetto risanante indotto dalla crisi rispetto alle crisi precedenti.

La pandemia ha accelerato la digitalizzazione dell'economia e i fondi del programma Next Generation EU hanno fornito sostegno a tale riguardo. È stato dimostrato che l'adozione di tecnologie digitali da parte delle imprese favorisce la crescita della produttività. Tuttavia, l'impatto della digitalizzazione a livello di impresa è stato finora relativamente modesto. Una delle ragioni principali è che solo poche imprese, ovvero quelle più vicine alla frontiera tecnologica, hanno tratto i maggiori benefici dalla digitalizzazione. Le altre imprese devono investire di più nelle appropriate competenze digitali e nel capitale immateriale a esse complementare per sfruttare appieno i guadagni di produttività derivanti dalla digitalizzazione.

³⁸ Cfr. Bijnens, G. e Swartenbroekx, C., "Carbon emissions and the untapped potential of activity reallocation: lessons from the EU ETS", *NBB Economic Review*, 2022, pagg. 1-28.

Questo processo si rifletterà in guadagni di produttività aggregata soltanto nel lungo periodo.

La transizione verde potrebbe ancora stimolare la crescita della produttività, ma ci vorrà del tempo. Nel breve e medio termine, l'adeguamento delle imprese alla variazione dei prezzi relativi dei fattori di produzione determinata dalle imposte sulle emissioni di anidride carbonica o dalle tensioni geopolitiche, oltre che ai nuovi limiti e regole e alla rottamazione del capitale ad alta intensità di carbonio, ridurrà le emissioni come previsto, ma frenerà verosimilmente la crescita della produttività. Inoltre, una riallocazione delle risorse dai settori e dalle imprese ad alta intensità di carbonio a quelle a bassa intensità potrebbe avere un impatto negativo a breve termine sulla produttività. Tuttavia, le politiche ambientali di maggiore rigore possono prevedibilmente innescare una nuova ondata di innovazione verde e nuove tecnologie ambientali, capaci di aumentare la crescita della produttività nel lungo periodo.

2 Esiste un divario digitale nei pagamenti? Comprendere le ragioni per cui il contante continua a essere importante per molte persone

a cura di Alejandro Zamora-Pérez, Andrea Marini e Juha Honkkila

1 Introduzione

La tendenza costante verso la digitalizzazione nel settore dei pagamenti sta comportando una netta separazione tra “abbienti” digitali e “non abbienti” analogici? I risultati illustrati nel presente articolo, che valuta le abitudini di pagamento nell'area dell'euro avvalendosi di dati ricavati da indagini dettagliate, mettono in discussione due ipotesi prevalenti. In primo luogo, l'idea che il contante sia utilizzato esclusivamente da persone meno connesse al mondo digitale è contraddetta dall'ampio utilizzo riscontrato tra coloro che hanno accesso a strumenti di pagamento digitali. In secondo luogo, l'idea che la digitalizzazione dei pagamenti sia un processo uniforme viene riconsiderata alla luce del fatto che le persone con accesso limitato agli strumenti di pagamento digitali appartengono a profili socio-demografici diversi. Inoltre, i risultati mostrano che l'utilizzo di strumenti di pagamento digitali non è determinato esclusivamente da vincoli esistenti dal lato dell'offerta, suggerendo che un ruolo significativo in tal senso sia svolto dalle scelte personali e dalla persistenza delle abitudini. Le indicazioni così acquisite arricchiscono la conoscenza del fenomeno, andando oltre un approccio unico all'analisi dei pagamenti quotidiani nell'era digitale. I risultati sono in linea con la strategia dell'Eurosistema per il contante e i pagamenti, volta a garantire che il contante resti un mezzo di pagamento disponibile e accettato pur adottando l'innovazione digitale.

2 Il contante e la sua presenza in un contesto in via di digitalizzazione

L'analisi della digitalizzazione dei pagamenti al di là delle tendenze di superficie rivela una realtà molto più articolata, in cui il contante resta uno strumento utilizzato da un'ampia fascia di popolazione, sebbene l'adozione di tecnologie digitali sia in aumento. Nonostante un sistema finanziario altamente sviluppato e la crescente digitalizzazione, nell'area dell'euro un numero significativo di persone, nella maggior parte delle fasce di popolazione, predilige l'uso del contante per le operazioni quotidiane. I dati ricavati dallo studio della BCE sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, SPACE) forniscono preziose indicazioni sulle molteplici modalità di utilizzo del contante da parte delle diverse fasce di popolazione¹. Secondo i risultati dello studio SPACE, le operazioni effettuate in

¹ Cfr. [Studio sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro \(SPACE\)](#), BCE, 2022.

contanti presso i punti vendita sono in forte calo: dal 79 per cento nel 2016 al 72 nel 2019, fino al 59 nel 2022. Questi dati celano, tuttavia, l'eterogeneità degli utenti, in quanto si osserva che fino al 74 per cento delle persone ha effettuato almeno un'operazione in contanti in un qualsiasi giorno del 2022. Ciò sottolinea la continua rilevanza del contante accanto alle opzioni di pagamento digitali. A differenza di altre economie sviluppate in cui si osserva un minore utilizzo del contante, l'area dell'euro può essere considerata un esempio distinto, in cui i vantaggi concreti del contante sembrano essere ampiamente percepiti dalla popolazione. Tuttavia, le motivazioni alla base del persistente utilizzo del contante nell'era digitale non sono pienamente comprese, in quanto sono complesse e sfaccettate e spaziano dai vincoli pratici alle abitudini e preferenze radicate, temi sui quali si è concentrata la ricerca accademica recente².

I pattern di utilizzo del contante nell'area dell'euro sono da ricondurre ai soggetti che hanno un minore accesso al mondo digitale o sono il risultato di una realtà più complessa di preferenze e comportamenti individuali?

L'evoluzione della digitalizzazione ha spesso dato luogo a un divario digitale nell'accesso alla tecnologia³. Si tratta di un fenomeno ampiamente esplorato in relazione all'accesso a Internet e ai computer, ma non altrettanto per quanto riguarda i metodi di pagamento⁴. Nella letteratura sul divario digitale il "divario di accesso" viene generalmente definito "di primo livello", in contrapposizione al divario "di secondo livello", che indica disparità di competenze digitali e aspetti simili⁵. Nell'area dell'euro l'accesso ai pagamenti digitali è agevolato principalmente dal possesso di carte di debito e di credito o di conti di pagamento. In questo articolo, al fine di valutare il potenziale divario digitale nel settore dei pagamenti, si adotta una

-
- ² Esiste una letteratura recente, al di fuori dell'area dell'euro, che mira a spiegare la persistenza dell'utilizzo del contante nonostante le innovazioni finanziarie. Cfr., ad esempio, Alvarez, F. e Argente, D., "On the Effects of the Availability of Means of Payments: The Case of Uber", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 137, n. 3, 2022, pagg. 1737-1789; Alvarez, F., Argente, D., Jiménez, R. e Lippi, F., "Cash: A Blessing or a curse?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 125, 2022, pagg. 85-128; Brown, M., Hentschel, N., Mettler, H. e Stix, H., "The convenience of electronic payments and consumer cash demand", *Journal of Monetary Economics*, vol. 130, 2022, pagg. 86-102.
- ³ Un interrogativo correlato, affrontato per lo più dalla letteratura sul divario digitale, riguarda più in generale i fattori che determinano l'accesso al mondo digitale. La letteratura al riguardo è ampia, si concentra prevalentemente sulle tecnologie di informazione e comunicazione (quali computer e Internet) e i primi lavori risalgono agli anni '90. Considerato in origine un divario nell'accesso alla tecnologia (divario "di primo livello"), attualmente il divario digitale è considerato un processo multiforme, non circoscritto all'accesso, ma che comprende anche motivazioni, competenze e uso effettivo. Cfr., ad esempio, Van Dijk, J., "Digital Divide: Impact of Access", *The International Encyclopedia of Media Effects*, 2017.
- ⁴ Sebbene la letteratura sull'inclusione finanziaria rappresenti un'importante eccezione nell'analisi delle disparità di adozione di strumenti di pagamento digitali (in particolare per quanto riguarda la titolarità di un conto bancario e con una maggiore attenzione ai paesi in via di sviluppo), spesso, come evidenziato dai critici, trascura i potenziali vantaggi del contante. L'analisi delle abitudini di pagamento nell'area dell'euro presentata in questo articolo offre una prospettiva unica, collocandosi a metà strada tra il diffuso utilizzo del contante nelle economie in via di sviluppo e la transizione a società senza contante in alcuni paesi sviluppati. Per una panoramica sui lavori di ricerca sull'inclusione finanziaria e le relative carenze, cfr. Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L. e Singer, D., "Financial Inclusion and Inclusive Growth: A Review of Recent Empirical Evidence", *Policy Research Working Papers*, n. 8040, The World Bank Group, 2017, e Mader, P., "Contesting Financial Inclusion", *Development and Change*, vol. 49, n. 2, 2018, pagg. 461-483.
- ⁵ Ricerche recenti hanno fatto luce sui diversi comportamenti finanziari e di pagamento legati all'alfabetizzazione e all'età, ma il possesso di strumenti di pagamento non è stato altrettanto esaminato. Cfr. van der Cruysen, C. e Reijerink, J., "Uncovering the digital payment divide: understanding the importance of cash for groups at risk", *Working Papers*, n. 781, De Nederlandsche Bank, 2023, e Doerr, S., Frost, J., Gambacorta, L. e Qiu, H., "Population ageing and the digital divide", *SUERF Policy Brief*, n. 270, 2022.

misura più ristretta rispetto al concetto di accesso comunemente utilizzato in letteratura: il possesso dichiarato di strumenti che consentono di effettuare pagamenti digitali, vale a dire carte di credito e di debito e conti di pagamento⁶. Nell'articolo il termine "strumenti di pagamento digitali" viene utilizzato per definire nello specifico questi fattori chiave che facilitano i pagamenti digitali.

Il gruppo sul quale si concentra il presente studio, per motivi di semplicità definito "gruppo meno digitalizzato", è composto da persone che dichiarano di non avere una carta di debito o di credito, né un conto di pagamento.

Per esaminare le abitudini di pagamento di tale gruppo, sono stati utilizzati i dati dell'indagine SPACE condotta dalla BCE nel 2022, che comprendeva un diario delle operazioni di pagamento effettuate in un giorno e un questionario compilato da circa 40.000 consumatori in 17 paesi dell'area dell'euro⁷. Come mostrato nel grafico 1, l'osservazione principale è che circa un quinto degli intervistati dichiara di non disporre di almeno uno di questi due comuni strumenti di pagamento digitali. Tale quota, estrapolata all'intera popolazione adulta di questi 17 paesi, dovrebbe equivalere a circa 40 milioni di persone. Ciò significa che l'incidenza di questo gruppo sul panorama dei pagamenti è tutt'altro che trascurabile.

⁶ Il questionario dell'indagine SPACE include domande relative a "carte di debito e di credito" e "conti di pagamento", senza definire esplicitamente questi termini agli intervistati. In generale, il termine carte di debito e di credito non comprende le carte prepagate. Il termine conto di pagamento si riferisce di norma a un conto che consente di effettuare operazioni di pagamento, quali il deposito, il trasferimento o il prelievo di fondi. I due strumenti (carte e conti) consentono di avvalersi di altri tipi di strumenti o canali di pagamento digitali, compresi i pagamenti online, i collegamenti a piattaforme di pagamento online (ad esempio PayPal) o i bonifici.

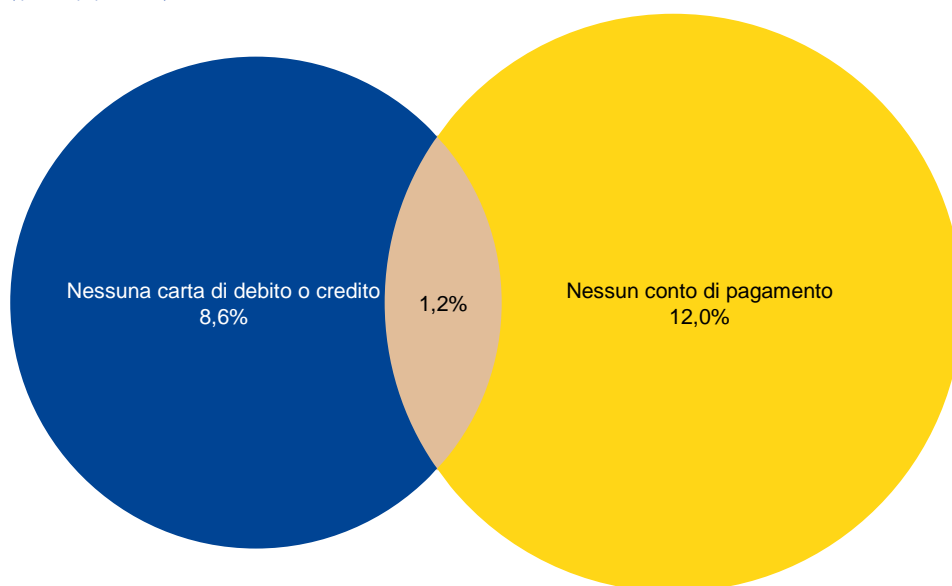
⁷ Il rapporto SPACE comprende l'intera area dell'euro, tuttavia, i dati relativi a Germania e Paesi Bassi provengono da indagini nazionali sui pagamenti e pertanto non sono stati utilizzati in questa analisi dettagliata. La Croazia non è inclusa in quanto è entrata a far parte dell'area dell'euro solo nel 2023. Le dimensioni dei campioni provenienti da ciascun paese sono state fissate per raggiungere numeri specifici di operazioni presso i punti vendita, corrispondenti alle dimensioni del paese. Per garantire che la popolazione e ogni giorno della settimana fossero rappresentati, il metodo di campionamento ha incluso quote basate su genere, fascia di età e giorno in cui le operazioni sono state documentate nel diario dei pagamenti.

Grafico 1

Mancanza di proprietà dei comuni strumenti di pagamento digitali

Quasi un adulto su cinque (19,5 per cento) nell'area dell'euro dichiara di non possedere una carta di debito o di credito o conti di pagamento

(quota di popolazione)



Fonte: BCE (indagine SPACE 2022).

Note: i dati comprendono tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Germania, Croazia e Paesi Bassi. Il campione è rappresentativo e consta di circa 40.000 intervistati. I risultati variano da un paese all'altro, sebbene nella maggior parte dei paesi il gruppo di persone che dichiara di non possedere carte o conti di pagamento rappresenti tra il 13 e il 27 per cento della popolazione nazionale.

La percentuale elevata che si osserva nel gruppo meno digitalizzato potrebbe derivare in parte dalla natura dei dati dichiarati e potrebbe comprendere non solo individui che non dispongono di strumenti di pagamento digitali, ma anche coloro che ignorano di disporre di tali strumenti. Pertanto, i dati segnalati includono principalmente persone che non dispongono di carte o di conti, ma potrebbero anche indicare una mancanza di consapevolezza o un basso utilizzo di uno di questi due strumenti di pagamento. Ad esempio, i dati relativi ai soggetti che dichiarano di non possedere conti di pagamento potrebbero includere una parte di persone "scarsamente bancarizzate": ovvero persone che dispongono di conti di pagamento ma raramente li utilizzano. Inoltre, la cifra elevata potrebbe dipendere dalla sovrapposizione sorprendentemente contenuta tra i due sottogruppi, come mostrato nel grafico 1⁸. Diversi fattori potrebbero essere all'origine di tale sovrapposizione tra persone che non dispongono né di un conto né di una carta: alcuni potrebbero fare affidamento su terze persone per le operazioni finanziarie (ad esempio, le carte possedute potrebbero essere collegate al conto di un altro familiare) o utilizzare forme alternative di carte di pagamento non collegate a un

⁸ Questa lieve sovrapposizione è confermata anche dai microdati della Banca mondiale ([Global Findex Database 2021](#)). Ai partecipanti all'indagine è stato chiesto di indicare se disponevano di "un conto presso una banca o presso un altro tipo di istituzione finanziaria (...) o di (...) una carta di debito". Secondo tali dati, i soggetti che hanno dichiarato di non disporre né di un conto bancario né di una carta di debito (un sottogruppo simile a quello della sovrapposizione nel grafico 1) rappresentano circa il 2 per cento della popolazione dell'area dell'euro. Considerato che i dati dell'indagine SPACE consentono di valutare questi due gruppi separatamente (coloro che non dispongono di una carta di debito/credito e coloro che non dispongono di un conto di pagamento), è possibile stimare gli individui che non dispongono di almeno uno di questi strumenti.

conto (come le carte prepagate), mentre altri potrebbero semplicemente avere strategie finanziarie diverse che non si adattano ai modelli convenzionali. Ad esempio, il 25,9 per cento delle persone che non sono titolari di un conto ha effettuato un pagamento con carta durante il giorno dell'indagine.

3 Oltre il concetto di separazione: diversità anziché divario nel settore dei pagamenti?

La presente sezione esamina se esiste effettivamente un netto divario nell'utilizzo dei metodi di pagamento o se la situazione sia in realtà più sfumata. Nella più ampia letteratura sull'accesso alla tecnologia digitale, come i computer e Internet, si ritiene che il termine "divario digitale" semplifichi eccessivamente una realtà complessa⁹. Questa stessa critica è valida anche nel caso dei pagamenti digitali. L'idea che esista una netta separazione in termini di proprietà di strumenti di pagamento digitali non coglie appieno la realtà dei pagamenti quotidiani. In primo luogo, vengono valutate le differenze relative alle abitudini di pagamento in contante e ai profili socio-demografici delle persone che non dispongono di carte o di conti di pagamento. L'analisi suggerisce alcune disparità, tuttavia, come nel caso del più ampio divario digitale, le variazioni sono graduali. Successivamente, si esaminano le possibili ragioni per cui le persone potrebbero essere propense a non disporre di uno strumento comune di pagamento digitale, concentrando l'attenzione su aspetti quali la presenza fisica di istituti bancari e l'uso persistente del contante.

Valutazione delle abitudini relative all'uso del contante e dei profili socio-demografici

Il confronto tra le abitudini legate all'uso del contante rivela più analogie che differenze tra le persone che dispongono di carte o conti e coloro che ne sono prive, sebbene da queste ultime ci si attendesse una maggiore preferenza per l'uso del contante. Il grafico 2 mostra il confronto tra abitudini, preferenze e comportamenti dei due gruppi riguardo alle caratteristiche del contante. Tra coloro che hanno effettuato pagamenti nel giorno dell'indagine, l'80 per cento delle persone senza una carta o un conto ha effettuato almeno un'operazione in contanti, rispetto al 73 per cento del resto della popolazione. Per quanto riguarda il possesso di contante come riserva di valore, il 43 per cento del gruppo meno digitalizzato detiene riserve di liquidità presso la propria abitazione, contro il 38 per cento degli altri. Il divario aumenta se si esaminano i dati relativi alla riscossione in contanti di parte del reddito: il 32 per cento di coloro che non dispongono di carte o conti a fronte del 15 per cento del resto della popolazione. In termini di preferenze dichiarate, il 65 per cento del gruppo meno digitalizzato considera importante il contante, un'opinione condivisa dal 56 per cento del resto della popolazione. È interessante notare che le persone che affermano di non avere una preferenza netta tra il contante e i metodi

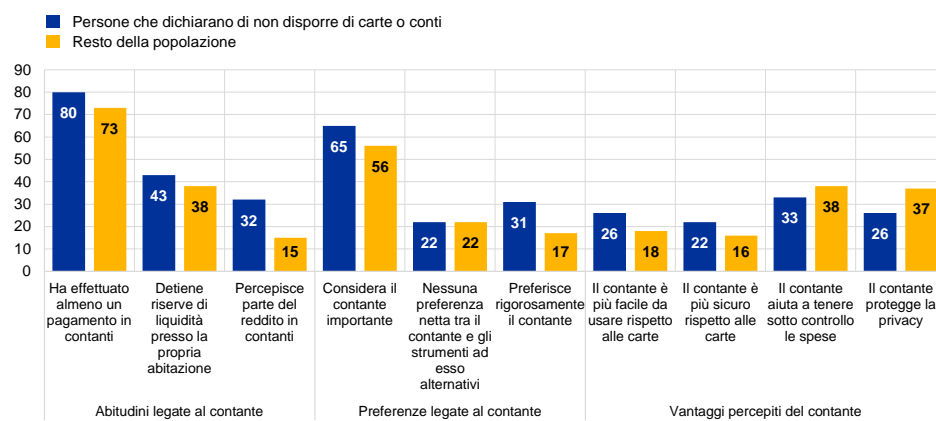
⁹ Cfr. Van Dijk, J., *op. cit.*

ad esso alternativi si collocano uniformemente al 22 per cento in entrambi i gruppi, ma nel gruppo meno digitalizzato le probabilità di preferire strettamente il contante sono quasi il doppio (31 per cento) rispetto alla popolazione più ampia (17 per cento). Per quanto riguarda i vantaggi percepiti del contante, è più probabile che il gruppo meno digitalizzato preferisca il contante perché più facile da usare e sicuro rispetto alle carte, con percentuali pari, rispettivamente, al 26 e al 22 per cento, a fronte del 18 e del 16 per cento del resto della popolazione. Tuttavia, è meno probabile che citino la possibilità di tenere sotto controllo le spese o la protezione della privacy, ossia le caratteristiche del contante più popolari tra la popolazione generale. Pertanto, nonostante il gruppo meno digitalizzato mostri di preferire il contante in misura relativamente maggiore, in particolare per quanto riguarda la riscossione di parte del reddito e i metodi di pagamento preferiti, percentuali elevate di utilizzo del contante si riscontrano anche in una parte sostanziale della più ampia popolazione.

Grafico 2

Differenze di abitudini e preferenze in relazione al contante

(quota di popolazione in ciascun gruppo, percentuali)



Fonte: BCE (indagine SPACE 2022).

Note: i grafici mostrano le differenze nelle medie delle variabili legate al contante (esprese in percentuali) tra il gruppo meno digitalizzato e il resto della popolazione nei 17 paesi analizzati. Per la variabile "Ha effettuato almeno un pagamento in contanti", sono stati considerati i soggetti che hanno dichiarato di aver effettuato pagamenti presso un punto vendita nel giorno dell'indagine.

È possibile, tuttavia, collegare a uno specifico profilo demografico la mancata proprietà di carte o di conti di pagamento? L'analisi descrittiva sintetizzata nel grafico 3 suggerisce che, sebbene non vi sia un divario assoluto nelle caratteristiche socio-demografiche, emergono notevoli disparità in termini di alfabetizzazione finanziaria e competenze digitali. Ad esempio, il 18 per cento delle persone che non dispone di strumenti di pagamento digitali percepisce un reddito elevato (definito come superiore a 3.000 euro al mese), rispetto al 31 per cento del resto della popolazione¹⁰. Inoltre, sebbene i livelli di istruzione siano relativamente vicini, con una media di 13,4 anni per il gruppo meno digitalizzato a fronte dei 13,8 del resto della popolazione, si osserva una quota minore di persone in possesso di un titolo universitario tra coloro che non dispongono di carte o conti¹¹. Nonostante percentuali

¹⁰ Il reddito si riferisce al reddito familiare netto mensile.

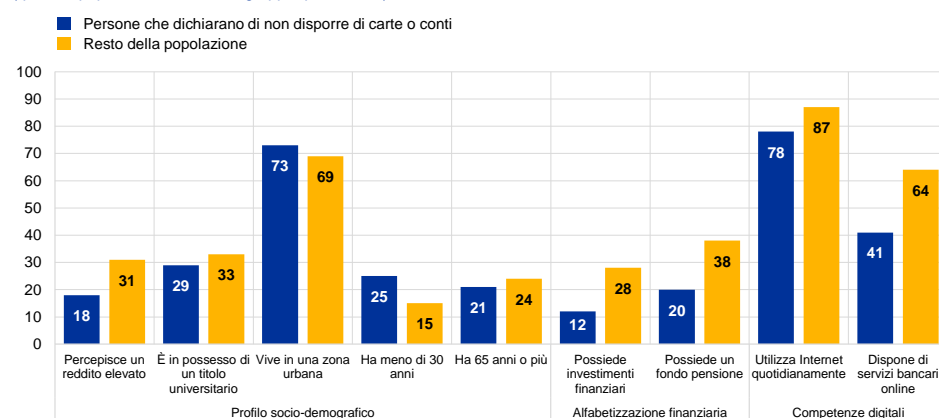
¹¹ Gli anni di istruzione sono calcolati in linea con il livello di istruzione più elevato raggiunto dall'intervistato: dalla scuola elementare al dottorato e oltre.

molto simili in entrambi i gruppi vivano in zone urbane, coloro che non dispongono di carte o conti sono tendenzialmente più giovani: il 25 per cento delle persone è di età compresa tra 18 e 30 anni, rispetto al 15 per cento dei loro omologhi più anziani. Ciò significa che il gruppo meno digitalizzato è più giovane rispetto al resto della popolazione^{12,13}. Questo dato potrebbe dipendere dal fatto che le persone più giovani, spesso studenti o all'inizio della carriera professionale, fanno ancora affidamento sul sostegno familiare o non hanno ancora acquisito un'indipendenza finanziaria, fattori che si ripercuotono sul possesso di strumenti di pagamento digitali¹⁴. Le differenze si accentuano ulteriormente in termini di alfabetizzazione finanziaria: solo il 12 per cento degli appartenenti al gruppo meno digitalizzato possiede investimenti finanziari, rispetto al 28 per cento della popolazione più ampia, e un andamento analogo si osserva anche per i fondi pensione. Questa tendenza si riscontra anche nelle proxy relative alle competenze digitali: il 78 per cento del gruppo meno digitalizzato utilizza Internet quotidianamente, rispetto all'87 per cento della popolazione generale; e il divario è ancora più ampio per quanto riguarda i servizi bancari online: rispettivamente, il 41 contro il 64 per cento.

Grafico 3

Differenze nei profili socio-demografici, nell'alfabetizzazione finanziaria e nelle competenze digitali

(quota di popolazione in ciascun gruppo, percentuali)



Fonte: BCE (indagine SPACE 2022).

Note: i grafici mostrano le differenze nelle medie delle variabili demografiche (esprese in percentuali) tra il gruppo meno digitalizzato e il resto della popolazione nei 17 paesi analizzati. Il reddito si riferisce al reddito familiare netto mensile. Una zona urbana è definita come un agglomerato con almeno 50.000 abitanti.

Dai dati si evince, pertanto, che coloro che dichiarano di non disporre di almeno uno strumento di pagamento digitale (carte o conti) sono un gruppo diversificato, a dimostrazione che non esiste un profilo universale. Il gruppo

¹² Tale differenza può essere attribuita alla condizione lavorativa delle persone più giovani, in quanto è più probabile che siano ancora studenti o disoccupati e, pertanto, non dispongano di una carta o di un conto bancario.

¹³ Una zona urbana è definita come un agglomerato con almeno 50.000 abitanti.

¹⁴ Un'altra possibilità è che gli andamenti che emergono all'interno di questo gruppo demografico segnalino un allontanamento dal tradizionale ricorso sia alle carte sia ai conti di pagamento. Ad esempio, la necessità di disporre di una carta può essere meno avvertita dalle persone di età inferiore ai 30 anni, un gruppo per cui si riscontra un maggiore utilizzo di pagamenti online, in quanto essere solo titolari di un conto può agevolare i pagamenti tramite dispositivi mobili o consentire di effettuare operazioni attraverso servizi come PayPal. Sebbene le alternative sopra descritte non siano ancora predominanti nei pagamenti online, il loro utilizzo è in aumento.

comprende persone più giovani, persone che vivono per lo più in zone urbane che tendono, in media, a utilizzare il contante in misura maggiore e persone con bassi livelli di conoscenze finanziarie e digitali. L'eterogeneità di questo gruppo mette in discussione l'idea che la digitalizzazione si traduca in un segmento omogeneo e marginalizzato, presentando un quadro molto lontano da un netto divario digitale¹⁵. Finora sono state analizzate le differenze medie tra i due gruppi relative a diversi fattori, tuttavia, tali differenze non tengono conto di come tali fattori interagiscono tra loro e della misura in cui influenzano la probabilità di non disporre di strumenti di pagamento digitali. Ad esempio, è emerso che il gruppo meno digitalizzato è tendenzialmente più giovane, tuttavia ciò non dimostra se il livello inferiore di digitalizzazione sia riconducibile esclusivamente all'età anagrafica. Un giovane consumatore potrebbe non disporre di un conto bancario non solo per via della sua età, ma anche a causa di fattori tipicamente associati all'essere giovani, come il livello di istruzione, il reddito o la condizione lavorativa. Per avere un'idea più chiara di come l'integrazione di tali fattori incide sulla probabilità che una persona appartenga al gruppo meno digitalizzato, il grafico 4 mostra una rappresentazione semplificata di questa analisi di regressione. Nel grafico ogni barra rappresenta l'impatto di un fattore diverso: le barre che si estendono verso destra indicano una correlazione positiva (il fattore aumenta la probabilità che una persona appartenga al gruppo meno digitalizzato, rispetto al resto della popolazione), mentre quelle a sinistra mostrano una correlazione negativa. Questa analisi conferma e rafforza i risultati osservati in precedenza¹⁶, in quanto si evince che l'appartenenza al gruppo meno digitalizzato è influenzata collettivamente dall'interazione tra il contante (barre blu), la vita urbana, la mancanza di occupazione, la giovane età e i redditi più bassi (barre gialle), la bassa alfabetizzazione finanziaria (barre verdi) e le competenze digitali (barre azzurre)¹⁷. Nonostante i numerosi fattori analizzati, tuttavia, anche altri elementi potrebbero incidere sulla probabilità di disporre di strumenti di pagamento digitali. La prossima sezione approfondisce ulteriormente l'analisi di due fattori interessanti aggiunti nel grafico 4: la persistenza delle abitudini relative all'uso del contante e lo scarso peso attribuito alla presenza fisica di istituti bancari.

¹⁵ Sebbene sia dimostrato che i gruppi vulnerabili dipendono maggiormente dal contante e hanno più difficoltà con gli strumenti digitali (cfr. i riferimenti di seguito), i risultati di questa analisi mostrano che non ne consegue che tutti i soggetti che utilizzano il contante o che non dispongono di uno strumento di pagamento digitale appartengano a un gruppo vulnerabile. Per un'analisi della dipendenza dal contante dei gruppi vulnerabili, cfr. Broekhoff, M.-C., van der Crujisen, C., Jonker, N., Reijerink, J., Umuhire, G. e Vinken, W., "Digitalisation of the payment system: a solution for some, a challenge for others", De Nederlandsche Bank, 2023, e van der Crujisen, C. e Reijerink, J., op. cit.

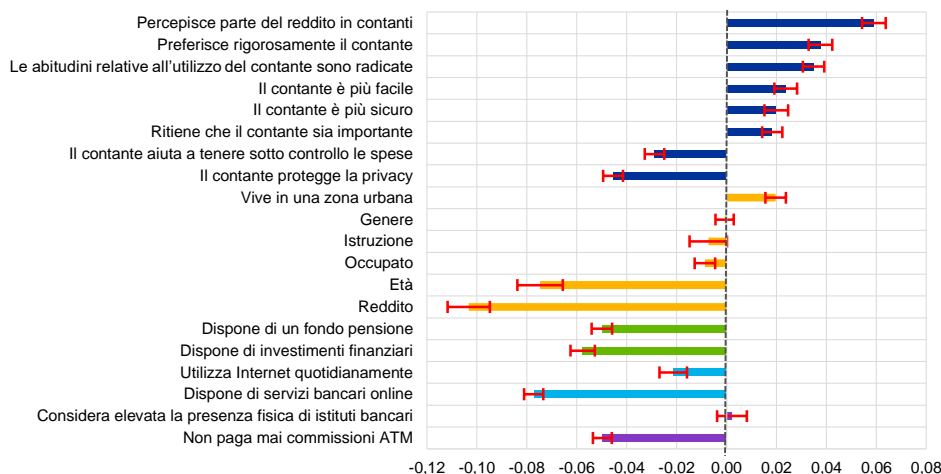
¹⁶ Come controllo di robustezza sono state condotte analisi parallele per due sottogruppi distinti: soggetti che non dispongono di carte di debito o credito e soggetti privi di conti bancari. Da queste ulteriori verifiche emergono risultati in linea con quelli principali illustrati nel grafico 4, con i coefficienti stimati che mostrano direzione ed entità analoghe in questi sottogruppi e nel gruppo meno digitalizzato. Tale coerenza indica che tutti e tre i sottogruppi della popolazione, compreso il gruppo combinato meno digitalizzato esaminato nel grafico 4, mostrano andamenti simili.

¹⁷ Nonostante il costo fisso per l'apertura di conti di pagamento suggerisca che la titolarità di un conto dipende da una potenziale soglia di reddito, l'analisi qui condotta, compresi l'esame visivo e i test statistici, non conferma questo comportamento. Ciò indica che la decisione di utilizzare strumenti di pagamento digitali potrebbe essere influenzata da fattori che esulano dai costi diretti dell'apertura di un conto, tra cui diverse variabili legate al reddito, e suggerisce una relazione più sfumata rispetto a quanto inizialmente proposto.

Grafico 4

Effetto combinato delle variabili sulla decisione di non possedere una carta o un conto di pagamento

("effetti marginali" standardizzati della popolazione in ciascun gruppo)



Fonte: BCE (indagine SPACE 2022).

Note: il grafico mostra i risultati semplificati degli effetti marginali di una regressione probit, evidenziando i fattori connessi alla minore proprietà di strumenti di pagamento digitali. La linea tratteggiata verticale zero funge da punto di riferimento; le barre di confidenza rosse che non attraversano tale linea indicano un effetto statisticamente significativo. Le stime sono relative: ad esempio, la direzione negativa del fattore relativo alla privacy suggerisce che il gruppo, rispetto alla popolazione generale, ritiene questo aspetto meno importante e non che non attribuisca alcun valore alla privacy. I risultati delle variabili categoriche e continue sono stati standardizzati, per consentire di confrontare direttamente l'entità dell'impatto di tutte le variabili sulla probabilità di non disporre dei comuni strumenti di pagamento digitali. Le stime suggeriscono che, sebbene siano rilevanti, gli effetti marginali non sono estremamente ampi, ciò potrebbe indicare che anche altri fattori non considerati potrebbero influire sulla probabilità di disporre di strumenti di pagamento digitali. Inoltre, tali stime non confermano se uno qualsiasi dei fattori possa singolarmente determinare la mancanza di proprietà. Si tratta di un aspetto importante, considerati potenziali problemi come la causalità inversa (non è chiaro se sia A a determinare B o il contrario) o il caso in cui fattori esterni non considerati possano incidere sui risultati. La regressione è stata calcolata con un campione di 37.262 individui, utilizzando errori standard robusti ed effetti fissi per paese.

Abitudini legate all'uso del contante e mancanza di strumenti di pagamento digitali: necessità economica o scelta personale?

Le scelte personali, insieme alle diverse situazioni individuali, potrebbero essere più rilevanti rispetto ai vincoli esterni per spiegare i comportamenti relativi all'utilizzo del contante e al possesso degli strumenti di pagamento digitali nell'area dell'euro.

Come si evince dal grafico 2, l'ampio utilizzo del contante nell'area dell'euro, a prescindere dal possesso di strumenti di pagamento digitali, implica che la propensione per questo mezzo di pagamento va oltre la semplice disponibilità e, in molti casi, potrebbe trattarsi di una scelta deliberata. Restano degli interrogativi, tuttavia, in merito alla mancanza di strumenti di pagamento digitali come le carte o i conti, per cui potrebbero essere rilevanti fattori quali il radicamento delle abitudini, ostacoli personali e vincoli esterni, come illustrato nel grafico 4. Ad esempio, nonostante i vincoli personali, come l'alfabetizzazione finanziaria e digitale o un reddito inferiore, influenzino senz'altro le decisioni in tal senso di alcune persone, presi singolarmente tali fattori non colgono le molteplici motivazioni dei diversi gruppi demografici. Inoltre, contrariamente alle tendenze osservate a livello mondiale, dove gli ostacoli principali sono la distanza dalle istituzioni finanziarie e i costi del servizio, nel sistema finanziario avanzato dell'area

dell'euro tali aspetti potrebbero essere meno influenti¹⁸. Di fatto, l'analisi che segue dimostra l'influenza limitata di due fattori esterni (la presenza fisica di istituti bancari e il cambiamento nelle abitudini di pagamento segnalato in seguito alla pandemia), suggerendo che le scelte personali abbiano un peso maggiore¹⁹.

La presenza fisica di istituti bancari non è significativamente diversa tra le persone che non dispongono di carte o di conti e il resto della popolazione, a indicazione del fatto che per il primo gruppo non sembrano esserci ostacoli maggiori dal lato dell'offerta. I dati dell'indagine forniscono una valida proxy per la presenza fisica di istituti bancari e consentono di rilevare se raggiungere una filiale bancaria o un distributore automatico (ATM) per prelevare contante è considerato facile o difficile²⁰. Come mostra il grafico 4, la presenza fisica di istituti bancari non ha alcun effetto statistico sulla decisione di non possedere una carta o un conto. Ciò indica che nell'area dell'euro, a differenza di regioni meno sviluppate (cfr. il riquadro 1), la distanza dalle filiali ha un impatto modesto e che hanno un peso maggiore le preferenze e i vincoli personali²¹. Questo concetto è ulteriormente rafforzato da quanto illustrato nel pannello a) del grafico 5 che segue, in cui si osserva una lieve differenza, statisticamente irrilevante, tra i due gruppi.

¹⁸ A livello mondiale le tre motivazioni più frequentemente citate per giustificare la mancanza di un conto bancario sono "mancanza di denaro", "servizi finanziari troppo costosi" e "servizi finanziari troppo lontani". Cfr. Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D. e Ansar, S., "The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19", The World Bank Group, 2021.

¹⁹ Un altro importante fattore esterno non direttamente considerato nel testo è il grado di accettazione del contante e delle carte da parte degli esercenti. In termini di medie, le differenze tra i due gruppi non sono ampie: l'accettazione del contante è pari al 97 per cento per il gruppo meno digitalizzato e al 96 per cento per il resto della popolazione, e, per quanto riguarda le carte, le cifre sono pari, rispettivamente, all'82 e all'84 per cento. Tuttavia, quando si includono queste variabili in una regressione come quella illustrata nel grafico 4, una percentuale maggiore di accettazione delle carte sembra comportare la lieve riduzione della probabilità di non disporre di almeno uno strumento di pagamento digitale, mentre l'accettazione del contante non produce effetti statisticamente significativi.

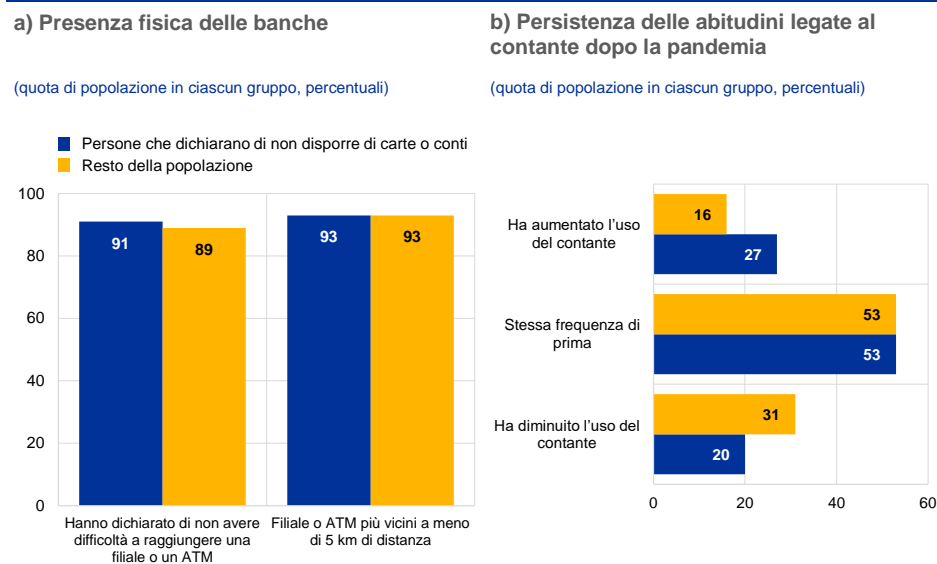
²⁰ Nonostante l'aumento dei servizi online, i punti fisici delle banche continuano a rappresentare un importante meccanismo per l'adozione di mezzi di pagamento digitali da parte dei consumatori.

²¹ Tuttavia, emergono delle sfumature quando si esaminano l'intensità di utilizzo e le strategie di adeguamento ai costi monetari associati all'accesso al contante. Il gruppo meno digitalizzato tende a utilizzare l'infrastruttura del contante con maggiore frequenza e mostra una pronunciata tendenza a evitare le commissioni legate ai prelievi di contante (come dimostra l'ultimo fattore del grafico 4, "Non paga mai commissioni ATM"). Tale comportamento implica un adeguamento volto a evitare i costi monetari diretti, ma potenzialmente incorre in altre spese, meno visibili, come le spese di viaggio e il tempo dedicato agli spostamenti per accedere al contante e lo sforzo necessario per adattarsi ai diversi punti di accesso allo stesso.

Inoltre, dall'analisi della copertura, in termini di popolazione, delle reti di filiali e ATM nelle regioni in cui risiedono gli intervistati non emerge alcuna differenza media^{22,23}.

Grafico 5

Presenza fisica delle banche e persistenza delle abitudini legate al contante: due fattori con scarsa influenza sull'appartenenza al gruppo meno digitalizzato



Fonte: BCE (indagine SPACE 2022) e dati dell'Eurosistema sulla copertura in termini di popolazione delle filiali bancarie e degli ATM. Note: il pannello a) mostra: a) la percentuale di popolazione che dichiara di non avere difficoltà a raggiungere una filiale o un ATM per prelevare contante e b) la percentuale di popolazione residente nella regione con una filiale o un ATM situati in media in un raggio di 5 km dalla propria abitazione. Per contro, il pannello b) mostra la percentuale di persone che dichiara di aver aumentato, mantenuto costante o diminuito il proprio utilizzo di contante rispetto al periodo immediatamente precedente la pandemia.

La metà dei soggetti meno digitalizzati dichiara di utilizzare il contante con la stessa frequenza di prima della pandemia e circa un terzo dichiara addirittura un incremento della frequenza, a segnalare il considerevole radicamento delle abitudini legate all'uso del contante. La pandemia ha significativamente sconvolto le abitudini finanziarie, fornendo un'opportunità unica per osservare come cambiano i comportamenti al mutare delle condizioni. In genere, il comportamento cambia dall'interno, in modo graduale e sottile, in base a preferenze personali, come, ad esempio, iniziare a utilizzare nuovi strumenti di pagamento in determinate

²² Le regioni sono definite a livello NUTS 2 per un totale di 111 regioni nei 17 paesi considerati. Una descrizione dell'indicatore di copertura utilizzato per queste regioni è la quota media di popolazione con una filiale bancaria o un ATM nel raggio di 5 km dal luogo di residenza misurati in linea retta. L'Eurosistema calcola queste e altre metriche più sofisticate per monitorare l'accesso al contante; cfr. l'articolo 2 *Assicurare la libertà di scelta nell'utilizzo degli strumenti di pagamento: l'accesso al contante nell'area dell'euro* nel numero 5/2022 di questo *Bollettino*. Altre metriche più raffinate, quali la copertura nel raggio di 1 e 2 km, la distanza media o la densità di ATM, mostrano tutti gli stessi risultati.

²³ Tali indicazioni, tuttavia, rilevano la situazione attuale e non possono essere interpretate in modo causale. A fronte di uno shock esterno all'offerta, un minore accesso al contante potrebbe aumentare la probabilità di ricorrere a strumenti di pagamento digitali. È stato possibile isolare questo effetto causale avvalendosi dell'approccio basato sulle variabili strumentali e sfruttando la pandemia come esperimento naturale. In particolare, si è osservato che un sottogruppo casuale di soggetti che durante la pandemia ha sperimentato un accesso limitato al contante è stato più incline a modificare la propria percezione della presenza fisica di istituti bancari e, di conseguenza, ha fatto ricorso ai pagamenti digitali con maggiore frequenza. Ciò dimostra che, sebbene la presenza fisica di servizi bancari sia percepita allo stesso modo dal gruppo meno digitalizzato e dal resto della popolazione, come dimostrato nel testo principale, una restrizione dell'offerta del settore bancario al dettaglio (in particolare per quanto riguarda l'accesso al contante) potrebbe costringere alcuni soggetti a utilizzare con maggiore frequenza carte di debito o di credito e conti di pagamento.

circostanze per motivi di praticità. Tuttavia, shock esterni (o esogeni) come la pandemia spesso provocano cambiamenti repentini nel comportamento, offrendo l'opportunità di comprendere chiaramente il radicamento di alcune abitudini. Il pannello b) del grafico 5 mostra non solo che l'utilizzo del contante nei pagamenti fisici è rimasto costante per metà del gruppo meno digitalizzato, ma che è aumentato per circa un terzo del gruppo²⁴. Questo risultato contrasta con il dato relativo al resto della popolazione, dove solo circa il 16 per cento ha dichiarato di aver utilizzato il contante con maggiore frequenza, suggerendo che il comportamento del gruppo meno digitalizzato è significativamente diverso. La persistenza nell'utilizzo del contante da parte di alcuni individui, anche a fronte di shock esterni, sottolinea la resilienza nelle abitudini legate al contante e solleva dubbi sulle nozioni preconcepite relative all'inevitabilità di una transizione digitale universale.

Riquadro 1

Soggetti non bancarizzati al di fuori dell'area dell'euro: le abitudini relative alla proprietà di strumenti di pagamento digitale sono diverse all'estero?

a cura di **Andrea Marini, Alejandro Zamora-Pérez ed Elisabeth Beckmann**

In che modo l'uso del contante in euro come valuta estera varia tra i soggetti bancarizzati e non bancarizzati al di fuori dell'area dell'euro? Finora l'analisi principale si è concentrata sui fattori che influenzano la probabilità di essere meno digitalizzati in termini bancari nell'area dell'euro.

Tuttavia, è importante valutare se tali risultati sono validi anche per economie caratterizzate da diverse condizioni dei mercati finanziari. L'indagine [OeNB Euro Survey](#) condotta dalla Oesterreichische Nationalbank raccoglie informazioni sulle disponibilità liquide e sulle scelte di risparmio di un gruppo di paesi dell'Europa centrale, orientale e sud-orientale (CESEE)^{25,26}.

Ciò consente di rilevare le differenze di abitudini tra l'area dell'euro e le regioni CESEE e agevola lo studio dei fattori all'origine della decisione di disporre di un conto bancario, sul modello dell'analisi principale.

Dai risultati relativi alla regione CESEE emergono due differenze principali rispetto all'area dell'euro: i titolari di conti bancari hanno maggiori probabilità di possedere contante in euro e si

²⁴ La letteratura recente sottolinea che nonostante la crescita del commercio elettronico, i negozi fisici continueranno a essere importanti in futuro. I punti vendita tradizionali si stanno adattando per offrire esperienze sensoriali uniche, che il commercio online non è in grado di replicare, e adottano in misura maggiore strategie omnicanali, che consentono ai negozi fisici di espandersi online e ai punti vendita online di stabilire una presenza fisica. Questa tendenza, osservata in particolare tra i negozi più piccoli e nelle aree in cui l'afflusso di clienti è abbondante, considera i punti vendita fisici come punti di riferimento per coinvolgere la clientela e per la vendita al dettaglio esperienziale. Una delle ragioni per cui le opzioni di acquisto online e offline (e, di conseguenza, i pagamenti fisici) continueranno a essere importanti potrebbe essere riconducibile alle diverse preferenze dei consumatori, come documentato in questo articolo. Cfr. von Briel, F., "The future of omnichannel retail: A four-stage Delphi study", *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 132, 2018, pagg. 217-229, e Reinartz, W., Wiegand, N. e Imschloss, M., "The impact of digital transformation on the retailing value chain", *International Journal of Research in Marketing*, vol. 36, n. 3, 2019, pagg. 350-366.

²⁵ Per maggiori informazioni sulle motivazioni relative al possesso di contante nelle regioni CESEE, cfr. Stix, H., "Why do people save in cash? Distrust, memories of banking crises, weak institutions and dollarization", *Journal of Banking and Finance*, vol. 37, n. 11, 2013, pagg. 4087-4106. Per maggiori informazioni sulle motivazioni relative al possesso di contante in euro nelle regioni CESEE, cfr. Backé, P. e Beckmann, E., "Euro adoption in CESEE: How do financial literacy and trust in institutions affect people's attitudes", *OeNB Focus on European Economic Integration*, Q1, 2022.

²⁶ Il campione copre sei stati membri dell'UE (Bulgaria, Repubblica ceca, Croazia, Ungheria, Polonia e Romania) e quattro paesi terzi (Albania, Bosnia-Erzegovina, Macedonia del nord e Serbia). I dati utilizzati si riferiscono al 2021, prima dell'adesione della Croazia all'area dell'euro, e i risultati comunicati sono coerenti con gli anni precedenti.

osserva una notevole disparità nella percezione relativa all'accesso ai servizi bancari tra i soggetti bancarizzati e quelli non bancarizzati. In particolare, il 30,2 per cento di coloro che dispongono di conti bancari detiene anche riserve di contante in euro, rispetto a solo il 10,4 per cento dei soggetti non bancarizzati. Ciò suggerisce che i soggetti bancarizzati potrebbero considerare il contante in euro come un'opzione di risparmio stabile o uno strumento per tutelarsi dalle oscillazioni della valuta locale, o, semplicemente, potrebbero accedervi più facilmente. Inoltre, i soggetti bancarizzati tendono ad avere legami con paesi esteri, forse dovuti al fatto di ricevere rimesse, di lavorare temporaneamente nell'area dell'euro o di viaggiare in vacanza. Si osserva una differenza significativa rispetto all'area dell'euro per quanto riguarda la presenza fisica delle banche o la vicinanza ai servizi bancari: il 47 per cento dei soggetti non bancarizzati dichiara che occorre molto tempo per raggiungere la filiale più vicina rispetto al 36 per cento dei soggetti titolari di conti bancari.

Un'analisi statistica simile a quella illustrata nel grafico 4 conferma che i due risultati precedenti influiscono sulla probabilità di un soggetto di disporre di un conto e rivela ulteriori fattori che determinano la probabilità di essere un soggetto non bancarizzato in tali paesi.

Fattori socio-demografici, quali un reddito più elevato, un livello di istruzione maggiore e l'età più avanzata, sono correlati all'essere titolari di un conto bancario, analogamente alle tendenze osservate nell'area dell'euro. Inoltre, la fiducia nelle istituzioni finanziarie svolge un ruolo importante: credere nella sicurezza dei depositi bancari e avere fiducia nella banca centrale nazionale aumentano la probabilità che un soggetto sia titolare di un conto.

4 Riconoscere la diversità: assicurare l'accesso al contante in un'economia sempre più digitale

Sulla base dei risultati esposti sopra, si osserva un quadro più sfumato nell'area dell'euro in termini di utilizzo del contante e titolarità degli strumenti di pagamento digitali, che solleva dubbi sull'idea di un divario digitale binario nei pagamenti. In primo luogo, la prevalenza dell'utilizzo del contante, riscontrata sia nel gruppo meno digitalizzato sia nel resto della popolazione, sottolinea la continua rilevanza del contante in un'economia sempre più digitale, nonostante la relativa diminuzione del suo impiego a fini transattivi. In secondo luogo, il profilo demografico di coloro che non dispongono di uno strumento di pagamento digitale è estremamente eterogeneo e indica un gruppo ampio e diversificato, piuttosto che un gruppo piccolo, omogeneo e marginalizzato. In terzo luogo, l'influenza apparentemente contenuta della presenza fisica di servizi bancari sulla titolarità di carte o conti indica che esiste una complessa gamma di questioni alla base del processo decisionale. Tale complessità è ulteriormente dimostrata dalla persistenza delle abitudini relative all'uso del contante da parte di una significativa quota di popolazione, anche in seguito alla pandemia.

Collettivamente, queste indicazioni mettono in luce la natura multiforme dei comportamenti finanziari e di pagamento nell'area dell'euro. Questa prospettiva rende necessario riconoscere l'influenza delle scelte e delle circostanze personali

nelle decisioni finanziarie e di pagamento, nonché l'importanza cruciale di preservare l'accesso al contante accanto alle opzioni digitali.

Per questo motivo, nel panorama digitale diversificato e in rapida evoluzione, il ruolo dell'Eurosistema è di sostenere e rispettare le diverse preferenze di pagamento nell'area dell'euro. Tale approccio riconosce il valore delle scelte nelle transazioni finanziarie, in cui il contante continua ad avere un ruolo significativo per una notevole quota di popolazione. La strategia dell'Eurosistema per il contante prevede valutazioni periodiche dei servizi di cassa e delle infrastrutture per identificare le aree in cui l'accesso potrebbe essere ridotto²⁷. Ciò comprende il monitoraggio della distribuzione e della disponibilità di filiali bancarie e ATM e l'identificazione di aree scarsamente servite. Sebbene questo non sia un fattore che distingue il gruppo meno digitalizzato dal resto della popolazione, l'accesso al contante è un aspetto fondamentale che potrebbe influenzare le scelte di pagamento e avere ripercussioni importanti sui consumatori²⁸. Assicurando la facilità di accesso al contante, l'Eurosistema mira a fornire una rete di sicurezza che rispetta e sostiene coloro che, per scelta o circostanza, scelgono il contante come strumento di pagamento.

L'obiettivo di questi sforzi è mantenere un ecosistema finanziario equilibrato, che tenga conto di tutte le diverse preferenze di pagamento, anziché compensare la mancanza di adattamento digitale. Sebbene incoraggi e faciliti l'innovazione digitale nel settore dei pagamenti, l'Eurosistema rimane ugualmente impegnato a garantire che il contante continui a essere un'opzione di pagamento sostenibile, efficiente e sicura²⁹. Questo duplice approccio riflette la consapevolezza che in un ecosistema finanziario sano il progresso digitale e il contante coesistono, entrambi al servizio delle esigenze della società. Questa prospettiva equilibrata è fondamentale in un momento in cui i comportamenti finanziari sono diversi e in evoluzione, in quanto assicura che tutte le preferenze siano rispettate e sostenute mentre le economie dell'area dell'euro sperimentano un processo di digitalizzazione complesso e non uniforme.

5 Conclusioni

Sebbene il termine “divario” riferito alla titolarità di strumenti di pagamento digitali suggerisca una netta separazione, l'analisi qui condotta rivela una realtà più sfumata nell'area dell'euro, dove il contante resta uno strumento di pagamento importante accanto alle opzioni digitali. Molti individui, a prescindere dal fatto di disporre o meno di strumenti di pagamento digitali, utilizzano frequentemente il contante, ciò indica che la separazione non è così evidente come spesso si ritiene. Nonostante le difficoltà che alcuni individui potrebbero riscontrare nell'uso di strumenti digitali sarebbe un errore supporre che tutti coloro che utilizzano

²⁷ Cfr. *La strategia dell'Eurosistema per il contante*, Banca centrale europea.

²⁸ Cfr. la nota 23 a piè di pagina.

²⁹ Cfr. l'articolo 1 *Le policy dell'Eurosistema in risposta all'evoluzione dei pagamenti al dettaglio* nel numero 1/2024 di questo *Bollettino*. Esaminare le opzioni per introdurre un euro digitale rientra in questa più ampia strategia, volta a migliorare le scelte dei consumatori in un panorama dei pagamenti in evoluzione e a integrare, e non sostituire, il contante. Cfr. *Euro digitale*, Banca centrale europea.

il contante siano necessariamente meno digitalizzati, basandosi sul fatto che alcuni gruppi con minore accesso agli strumenti digitali vi fanno affidamento. Questo pregiudizio è messo in discussione dai diversi profili socio-demografici che emergono all'interno del circa 20 per cento della popolazione con accesso limitato ad almeno uno strumento comune di pagamento digitale, sollevando dubbi sulle nozioni preconcepite relative all'omogeneità del gruppo. La persistenza delle abitudini legate al contante, anche in presenza di shock esterni come la pandemia, e l'influenza apparentemente contenuta della presenza fisica di servizi bancari sulla titolarità di strumenti di pagamento digitali dimostra la complessità dei comportamenti finanziari. In tale contesto, l'Eurosistema si impegna non solo a preservare il contante riconoscendo le varie circostanze precedentemente descritte, ma anche a migliorare l'ecosistema dei pagamenti, compresa la valutazione di opzioni per l'introduzione di un euro digitale. L'obiettivo di questo approccio è rafforzare la resilienza e la diversità del panorama finanziario, assicurando che nell'area dell'euro tutte le preferenze di pagamento siano prese in considerazione.

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	6,5	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	2,9	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,7	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2023	.	2,6	.	1,9	.	.	.	.	4,1	7,4	3,3	0,3	5,4
2023 1° trim.	1,0	0,6	0,2	1,1	2,3	0,1	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
2° trim.	0,6	0,5	0,0	1,0	0,5	0,1	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
3° trim.	0,7	1,2	-0,1	-0,8	1,3	-0,1	6,2	6,7	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
4° trim.	.	0,8	-0,3	-0,1	.	0,0	.	.	3,2	4,2	2,9	-0,1	2,7
2023 set.	-	-	-	-	-	-	6,2	6,6	3,7	6,7	3,0	0,0	4,3
ott.	-	-	-	-	-	-	5,6	6,5	3,2	4,6	3,3	-0,2	2,9
nov.	-	-	-	-	-	-	5,4	6,3	3,1	3,9	2,8	-0,5	2,4
dic.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,4	4,0	2,6	-0,3	2,9
2024 gen.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,1	4,0	.	.	2,8
feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	2,6

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

3) Il dato relativo all'area dell'euro è una stima desunta dai dati nazionali preliminari e dalle prime informazioni sui prezzi dei prodotti energetici.

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

	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione; dest.)						Importazioni di beni ¹⁾					
	Indice composito dei responsabili degli acquisti					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti ²⁾			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale ²⁾	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	54,7	59,6	55,9	49,4	52,0	54,9	53,7	55,0	52,1	11,3	9,9	12,8
2022	50,6	50,7	53,0	50,3	48,2	51,4	49,9	51,0	47,8	2,7	4,2	1,0
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,5	-3,8	-1,0
2023 1° trim.	51,7	49,7	51,3	51,6	53,3	52,0	50,1	52,2	48,3	-1,3	-1,3	-1,2
2° trim.	54,0	53,6	53,9	53,1	53,9	52,3	51,1	54,9	48,3	-0,3	-1,4	0,8
3° trim.	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	50,3	51,8	48,1	-0,7	-0,7	-0,7
4° trim.	51,0	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	50,2	51,3	48,8	1,4	1,3	1,6
2023 set.	51,0	50,2	48,5	52,1	50,9	47,2	49,8	50,7	47,6	-0,7	-0,7	-0,7
ott.	50,6	50,7	48,7	50,5	50,0	46,5	48,9	50,4	47,5	0,5	0,4	0,5
nov.	50,9	50,7	50,7	49,6	51,6	47,6	49,9	50,6	48,1	0,9	1,1	0,6
dic.	51,6	50,9	52,1	50,0	52,6	47,6	49,4	51,6	48,1	1,4	1,3	1,6
2024 gen.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	.	.	.
feb.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,4	.	.	.

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾	
					Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>												
2020	11.517,2	11.106,0	5.951,3	2.579,7	2.534,3	1.236,1	689,6	601,8	40,6	411,2	5.222,9	4.811,7
2021	12.474,8	11.979,4	6.352,2	2.737,4	2.728,4	1.390,3	761,3	570,3	161,4	495,5	6.171,6	5.676,2
2022	13.491,9	13.248,2	7.062,9	2.899,2	3.019,6	1.561,8	847,0	603,8	266,4	243,7	7.436,2	7.192,5
2022 4° trim.	3.457,8	3.383,6	1.828,1	742,7	774,7	398,4	219,0	155,6	38,1	74,2	1.912,7	1.838,5
2023 1° trim.	3.526,3	3.393,6	1.854,0	738,6	783,5	405,1	223,5	153,1	17,5	132,7	1.894,7	1.762,0
2° trim.	3.570,5	3.435,1	1.871,4	752,0	787,9	404,2	226,3	155,6	23,7	135,4	1.858,5	1.723,1
3° trim.	3.592,2	3.457,0	1.894,7	761,0	794,4	406,3	228,9	157,3	6,9	135,2	1.829,1	1.693,9
<i>in percentuale del PIL</i>												
2022	100,0	98,2	52,3	21,5	22,4	11,6	6,3	4,5	2,0	1,8	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 1° trim.	0,1	-0,6	0,1	-0,5	0,4	0,8	2,0	-2,8	-	-	-0,4	-1,7
2° trim.	0,1	0,8	0,0	0,2	-0,1	-0,9	0,2	1,4	-	-	-1,1	0,0
3° trim.	-0,1	-0,1	0,3	0,4	0,0	-0,4	0,4	0,5	-	-	-1,2	-1,2
4° trim.	0,0	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-6,1	-5,7	-7,7	1,0	-5,9	-3,4	-11,6	-3,9	-	-	-9,1	-8,5
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,9	8,0	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,5	4,2	1,6	2,6	1,4	4,9	2,8	-	-	7,2	7,9
2023 1° trim.	1,3	0,6	1,4	-0,2	1,8	-1,0	5,7	3,5	-	-	2,5	1,4
2° trim.	0,6	0,7	0,6	0,2	1,1	-1,3	4,7	2,4	-	-	-0,6	-0,4
3° trim.	0,0	-0,4	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	1,8	-0,4	-	-	-3,0	-4,0
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 1° trim.	0,1	-0,6	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,7	-	-
2° trim.	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,7	-0,6	-	-
3° trim.	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	-	-
4° trim.	0,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-6,1	-5,5	-4,1	0,2	-1,3	-0,4	-0,8	-0,2	-0,3	-0,6	-	-
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2023 1° trim.	1,3	0,6	0,7	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	-0,4	0,6	-	-
2° trim.	0,6	0,7	0,3	0,0	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,0	-0,5	-0,2	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	-	-
4° trim.	0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono gli scambi tra i paesi dell' area dell'euro.

2) Include le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2020	10.378,7	175,2	2.009,2	549,4	1.807,3	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.191,7	186,6	2.220,1	594,6	2.021,5	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.152,7	213,1	2.456,6	655,3	2.330,1	633,2	523,6	1.304,0	1.396,7	2.269,7	370,4	1.339,2
2022 4° trim.	3.134,3	55,8	639,1	169,3	600,9	161,8	138,2	335,5	359,8	579,7	94,2	323,5
2023 1° trim.	3.197,7	56,3	663,7	178,1	604,7	164,0	144,3	344,5	364,1	581,2	96,7	328,6
2° trim.	3.232,5	54,4	662,9	179,1	610,7	168,4	149,2	349,1	370,9	589,5	98,2	338,0
3° trim.	3.245,1	55,0	652,8	180,7	612,2	169,9	151,7	352,6	373,2	597,6	99,5	347,1
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2022	100,0	1,8	20,2	5,4	19,2	5,2	4,3	10,7	11,5	18,7	3,0	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2022 4° trim.	-0,1	0,2	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	-1,2	0,0
2023 1° trim.	0,2	1,0	-1,1	1,9	0,2	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,0	-0,7
2° trim.	0,0	0,0	-0,4	-0,8	0,0	1,4	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,6	1,0
3° trim.	-0,1	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	1,0	0,3	0,1	0,0	0,2	1,6	-0,7
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2020	-5,9	-1,8	-6,0	-5,3	-13,9	2,2	-0,5	-0,9	-5,4	-2,9	-18,1	-7,3
2021	5,8	1,1	8,7	2,9	7,9	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,2	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 4° trim.	2,2	-3,1	1,5	-0,6	2,9	4,2	0,4	1,7	3,0	2,1	7,4	-0,9
2023 1° trim.	1,7	0,3	-0,1	0,7	2,5	5,1	0,3	1,9	1,8	1,7	6,7	-2,5
2° trim.	0,7	0,9	-1,0	-0,2	0,2	4,7	0,7	1,1	1,4	1,2	3,2	-0,5
3° trim.	0,1	0,1	-2,8	0,7	-0,5	3,5	0,9	1,1	0,9	0,8	2,9	-0,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 4° trim.	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 1° trim.	0,2	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2020	-5,9	0,0	-1,2	-0,3	-2,6	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	-
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	-0,1	0,3	0,1	1,4	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-
2022 4° trim.	2,2	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 1° trim.	1,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
2° trim.	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

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	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2023	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 1° trim.	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
2° trim.	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
3° trim.	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1
4° trim.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Ore lavorate													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8
2022 4° trim.	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6
2023 1° trim.	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1
2° trim.	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
3° trim.	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9
Ore lavorate per persona occupata													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 4° trim.	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 1° trim.	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0
2° trim.	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7
3° trim.	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione 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		51,2		48,8		
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1
2023	.	.	.	6,5	.	.	.	5,7	.	.	6,2	.	6,9	2,9
2023 1° trim.	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1
2° trim.	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0
3° trim.	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9
4° trim.	.	.	.	6,5	.	.	.	5,7	.	.	6,2	.	6,9	2,7
2023 ago.	-	-	11,055	6,5	-	8,727	5,7	2,328	14,6	5,602	6,2	5,452	6,8	-
set.	-	-	11,126	6,5	-	8,783	5,7	2,343	14,7	5,620	6,2	5,505	6,9	-
ott.	-	-	11,155	6,5	-	8,763	5,7	2,392	15,0	5,620	6,2	5,534	6,9	-
nov.	-	-	11,097	6,5	-	8,782	5,7	2,315	14,6	5,625	6,2	5,472	6,8	-
dic.	-	-	11,043	6,5	-	8,723	5,6	2,319	14,5	5,565	6,1	5,477	6,8	-
2024 gen.	-	-	11,009	6,4	-	8,694	5,6	2,315	14,5	5,534	6,1	5,475	6,8	-

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		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0

Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,4	10,0	-4,3
2023	-2,4	-2,1	-5,2	0,3	-1,9	-4,9	0,1	-1,7	-2,9	-0,5	-2,4	.	14,5
2023 1° trim.	0,3	1,1	-5,1	5,1	4,0	-6,2	0,3	-2,6	-5,4	-0,9	2,7	4,7	18,3
2° trim.	-1,2	-0,6	-6,0	5,4	-1,9	-7,4	0,1	-1,9	-3,3	-0,6	-1,4	3,5	22,6
3° trim.	-4,8	-4,6	-5,0	-5,6	-3,2	-5,9	0,5	-1,8	-1,8	-0,7	-5,2	2,8	15,4
4° trim.	-3,9	-4,2	-4,4	-3,1	-6,1	-0,3	-0,3	-0,7	-1,0	0,3	-5,2	.	4,2
2023 ago.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,1	-1,7	-2,4	0,1	-7,3	2,8	18,3
set.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,8	-0,8	-3,4	-6,6	2,2	12,2
ott.	-6,7	-7,1	-4,1	-9,8	-7,2	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,7	7,8
nov.	-5,4	-6,1	-5,4	-6,7	-6,8	1,8	-1,9	-0,4	-0,7	0,5	-3,3	1,1	5,3
dic.	1,2	1,5	-3,6	9,4	-4,0	-1,7	1,9	-0,8	-1,0	0,1	-6,2	.	-0,3
2024 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,1

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2023 ago.	0,6	0,2	-0,3	0,5	0,4	-0,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,6	-2,4	0,2	4,6
set.	-1,0	-0,5	-0,4	0,2	-1,1	-1,4	0,4	-0,1	1,0	-1,1	0,6	-0,4	-0,3
ott.	-0,7	-0,7	-0,7	-1,4	-1,2	0,6	-0,5	0,4	-0,9	1,1	0,1	-0,3	-2,3
nov.	0,4	0,6	-0,7	0,8	1,1	1,7	-0,4	0,3	-0,1	0,3	1,8	-0,4	0,7
dic.	2,6	7,6	-1,2	20,5	1,2	0,3	0,8	-1,1	-1,6	-1,0	-0,5	.	-1,1
2024 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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	99,9	-4,3	80,7	-10,8	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	111,2	9,6	81,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,8	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	102,1	5,0	82,1	-21,9	5,2	-3,5	9,2	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,4	-5,6	80,3	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,2	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 1° trim.	99,2	0,3	81,4	-19,6	1,5	-0,9	8,3	90,1	48,2	49,8	52,8	52,0
2° trim.	97,1	-4,8	80,7	-17,0	-0,5	-3,8	7,3	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
3° trim.	94,2	-8,9	79,9	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
4° trim.	94,8	-9,0	79,4	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	89,9	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 set.	93,9	-8,4	-	-17,7	-5,5	-5,4	4,8	-	43,4	43,1	48,7	47,2
ott.	93,9	-8,9	79,6	-17,9	-5,1	-7,2	5,2	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
nov.	94,2	-9,2	-	-17,0	-4,1	-6,9	5,4	-	44,2	44,6	48,7	47,6
dic.	96,4	-9,0	-	-15,1	-3,6	-5,5	8,0	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 gen.	96,1	-9,3	79,2	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,7	46,6	46,6	48,4	47,9
feb.	95,4	-9,5	-	-15,5	-5,4	-6,7	6,0	-	46,5	46,6	50,2	49,2

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

2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie (prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto 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
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 4° trim.	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,9	1,9
2023 1° trim.	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,5	-0,3	1,3
2° trim.	13,9	89,3	1,3	2,0	1,4	3,1	2,3	48,3	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
3° trim.	14,1	88,1	0,4	1,8	0,9	2,3	0,9	47,9	24,2	68,1	1,5	-9,9	0,6

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 1° trim.	1.370,7	1.338,1	32,6	733,2	689,1	319,2	295,0	277,2	278,4	41,1	75,5	35,5	30,8
2° trim.	1.394,9	1.327,9	67,0	723,5	664,8	325,1	290,3	302,9	288,1	43,5	84,6	25,7	21,5
3° trim.	1.405,1	1.328,2	76,9	718,6	644,1	327,5	294,7	317,1	305,0	41,9	84,4	28,2	17,4
4° trim.	1.412,8	1.329,7	83,1	738,4	642,0	331,6	283,3	300,4	320,2	42,4	84,2	52,9	34,6
2023 lug.	467,5	439,1	28,4	238,7	216,1	109,5	97,0	105,4	97,6	13,8	28,4	7,1	7,0
ago.	470,5	443,9	26,6	241,6	214,3	108,6	98,0	106,3	103,7	14,0	28,0	7,9	5,5
set.	467,1	445,2	21,9	238,2	213,7	109,4	99,7	105,3	103,7	14,1	28,1	13,2	4,9
ott.	470,1	441,4	28,7	244,4	214,9	108,5	93,6	103,4	104,4	13,7	28,4	10,8	7,8
nov.	472,5	450,1	22,5	245,9	213,8	112,9	95,7	99,8	113,1	13,8	27,5	9,2	5,6
dic.	470,2	438,2	31,9	248,1	213,3	110,1	94,0	97,2	102,6	14,8	28,2	32,9	21,3
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2023 dic.	5.583,5	5.323,9	259,6	2.913,7	2.640,1	1.303,4	1.163,4	1.197,6	1.191,7	168,8	328,7	142,4	104,4
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 dic.	39,5	37,6	1,8	20,6	18,7	9,2	8,2	8,5	8,4	1,2	2,3	1,0	0,7

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:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2023 1° trim.	8,6	1,0	722,4	347,2	138,4	224,4	596,9	730,1	430,4	114,6	161,9	503,6	78,6
2° trim.	-1,9	-13,8	708,3	331,9	143,9	216,8	588,8	706,2	411,0	113,4	164,8	502,1	74,1
3° trim.	-5,4	-22,2	702,5	332,3	141,6	214,6	583,7	677,5	390,6	111,2	158,5	486,0	82,5
4° trim.	-5,3	-17,3	705,3	.	.	.	584,4	666,1	.	.	.	468,8	.
2023 lug.	-2,7	-18,1	232,9	109,5	46,3	71,4	193,0	228,7	131,7	37,8	54,0	165,4	26,6
ago.	-3,7	-24,4	236,0	110,8	49,0	72,0	197,0	224,4	128,8	36,7	53,0	161,1	27,3
set.	-9,2	-23,9	233,7	112,0	46,2	71,2	193,7	224,4	130,1	36,7	51,5	159,5	28,6
ott.	-2,4	-16,3	234,6	111,4	47,2	70,4	195,4	223,5	129,0	35,6	52,5	158,5	29,5
nov.	-5,0	-16,9	236,3	111,4	48,3	71,5	196,7	221,3	127,4	34,6	51,8	155,1	26,6
dic.	-8,8	-18,7	234,3	.	.	.	192,3	221,3	.	.	.	155,2	.
	<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2023 1° trim.	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,1	106,3	117,1	115,3	122,1	117,1	118,2	146,1
2° trim.	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,2	115,7	105,6	116,2	115,4	123,2	119,1	119,8	159,8
3° trim.	-3,9	-10,4	104,0	100,6	107,8	112,7	104,2	112,5	111,6	119,2	117,1	117,1	173,2
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 lug.	0,2	-7,0	105,0	101,1	108,0	115,1	105,6	112,5	112,4	117,1	116,1	116,4	164,7
ago.	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,8	103,3	115,4	114,9	121,6	119,1	119,3	169,9
set.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	112,1	113,6	105,6	111,5	110,0	118,2	117,9	116,8	174,8
ott.	-8,2	-13,5	103,7	101,0	105,3	111,7	103,9	110,7	109,9	117,9	114,4	115,1	174,9
nov.	-1,0	-7,4	103,4	99,7	106,7	110,2	103,5	110,0	108,5	114,7	115,9	114,7	163,7
dic.	-3,5	-9,9	104,0	99,2	107,3	113,2	104,3	109,1	107,5	107,7	114,3	112,0	162,9

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	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2	
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 1° trim.	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,9	3,3	3,1	1,7	-6,0	1,3	8,1	7,3	
2° trim.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,7	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8	
3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,1	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5	
4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3	
2023 set.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,2	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2	
ott.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,2	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6	
nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,8	0,0	-2,2	-0,1	2,5	1,5	
dic.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,2	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7	
2024 gen.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,5	0,2	1,2	0,4	3,0	1,9	
feb. ⁽³⁾	124,4	2,6	3,1	.	3,9	0,4	0,3	-0,8	0,1	1,5	0,5	.	.	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						Di locazione
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2023	20,0	15,5	4,5	36,5	26,3	10,2	9,5	5,6	7,3	2,2	15,2	9,2
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 1° trim.	14,9	15,4	13,3	7,8	6,7	10,0	3,6	2,5	5,8	0,2	7,2	3,8
2° trim.	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
3° trim.	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
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
2023 set.	8,8	9,4	6,6	1,4	4,1	-4,6	3,7	2,7	3,9	0,0	6,7	4,1
ott.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
dic.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
2024 gen.	5,6	5,2	6,9	-0,2	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
feb. ⁽³⁾	4,0	4,5	2,2	.	1,6	-3,7	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) A seguito del riesame del metodo di destagionalizzazione descritto nel riquadro 1 del numero 3/2016 di questo Bollettino (<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-3-2016/bollecobce-03-2016.pdf#page=18>), a maggio 2016 la BCE ha iniziato a pubblicare le nuove serie dello IAPC destagionalizzato per l'area dell'euro.

3) Stima preliminare

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia							Beni energetici			
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,1	3,3	1,8	30,6	5,8	8,1	0,5
2022	134,4	34,4	16,9	14,3	20,2	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	12,0	7,1	0,6
2023	130,3	-3,1	2,0	3,3	-0,7	5,0	8,2	8,4	5,5	-15,0	6,6	.	.
2023 1° trim.	136,5	10,9	9,0	9,7	8,7	7,1	14,1	17,4	8,5	11,4	10,7	0,4	-4,9
2° trim.	128,8	-1,3	0,9	3,5	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-12,2	7,5	-1,5	-9,9
3° trim.	127,8	-10,3	-0,3	0,9	-4,4	4,3	6,4	5,5	4,5	-27,9	4,8	-2,1	.
4° trim.	127,9	-9,7	-1,2	-0,4	-5,1	3,2	3,6	2,2	2,7	-25,2	3,7	.	.
2023 ago.	127,8	-11,1	0,0	0,9	-4,5	4,3	6,4	5,5	4,5	-29,3	-	-	-
set.	128,5	-12,2	0,0	0,3	-4,7	4,0	5,4	4,3	3,9	-30,6	-	-	-
ott.	128,7	-9,5	-1,4	-0,3	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,5	-	-	-
nov.	128,1	-9,0	-1,4	-0,5	-5,1	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,8	-	-	-
dic.	127,0	-10,7	-0,8	-0,5	-4,8	2,8	3,2	1,7	2,3	-27,3	-	-	-
2024 gen.	125,9	-8,6	-1,9	-1,5	-5,8	2,1	.	.	.	-21,3	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾		Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3
2023 1° trim.	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
2° trim.	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
3° trim.	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6
2023 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-14,0	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,7
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2
2024 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,8	-1,8	-9,6	-6,6	-3,8	-9,7
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,2	-9,1

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)					Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 1° trim.	23,8	43,3	26,0	27,3	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2° trim.	7,2	29,8	17,9	11,9	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
3° trim.	3,6	22,1	15,3	6,6	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
4° trim.	3,6	18,8	17,6	9,7	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 set.	4,4	20,7	14,6	7,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
ott.	4,0	19,7	15,9	8,0	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
nov.	3,4	18,3	18,0	9,3	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
dic.	3,5	18,4	18,9	11,8	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 gen.	4,4	18,6	20,2	10,2	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
feb.	3,8	16,5	17,5	4,4	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6

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

3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali 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	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2023	.	.	.	.	.	.	4,5
2023 1° trim.	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,3
2° trim.	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
3° trim.	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7
4° trim.	.	.	.	.	.	.	4,5

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: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2020	110,3	4,6	2,4	2,0	5,2	7,9	-0,2	0,8	1,3	3,4	6,2	16,7
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,9	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,4	7,4	3,5	6,2	2,1	3,2	2,9	4,7	3,5	3,4	-3,0
2022 4° trim.	116,5	4,7	7,8	3,0	7,8	4,2	4,0	3,3	4,2	5,1	4,9	-1,3
2023 1° trim.	118,9	5,9	4,2	7,1	5,5	6,5	4,5	6,0	4,7	7,2	3,6	0,0
2° trim.	119,6	6,3	2,7	7,4	6,4	7,9	4,7	4,8	5,7	6,9	4,9	3,1
3° trim.	121,6	6,7	4,3	9,7	5,7	8,0	4,3	4,7	4,2	6,8	4,9	3,3
Redditi per occupato												
2020	107,1	-0,3	3,2	-2,3	-1,0	-3,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	2,1	-1,5
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,1	6,2	3,3	3,0	4,2	5,2	3,8	7,0
2022 4° trim.	119,1	5,0	5,8	3,5	4,9	5,4	3,5	3,1	2,6	6,1	5,7	5,1
2023 1° trim.	121,1	5,5	6,0	5,6	4,6	6,7	5,0	4,9	4,0	7,0	4,2	5,5
2° trim.	121,8	5,5	6,1	5,2	5,5	6,0	5,6	4,3	4,1	6,2	5,0	6,1
3° trim.	123,4	5,3	5,5	5,8	5,3	5,2	5,4	4,3	3,5	6,3	4,5	6,4
Produttività del lavoro per occupato												
2020	97,1	-4,7	0,8	-4,2	-5,9	-10,4	0,2	-0,9	-1,5	-3,5	-3,9	-15,6
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,3	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-2,3	0,1	-2,0	4,0	0,1	0,2	-0,5	1,7	0,4	10,3
2022 4° trim.	102,3	0,3	-1,9	0,5	-2,6	1,1	-0,4	-0,1	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 1° trim.	101,8	-0,4	1,7	-1,3	-0,9	0,2	0,4	-1,0	-0,7	-0,2	0,5	5,5
2° trim.	101,8	-0,8	3,4	-2,1	-0,8	-1,7	0,8	-0,5	-1,5	-0,6	0,1	2,9
3° trim.	101,5	-1,3	1,2	-3,6	-0,4	-2,6	1,1	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	3,0
Redditi per ora lavorata												
2020	114,0	5,9	5,9	3,3	5,1	7,6	3,1	1,8	4,9	5,9	4,9	7,1
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	4,0	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 4° trim.	120,7	4,5	7,4	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,9	5,2	6,1	3,8
2023 1° trim.	122,1	4,9	4,7	5,3	4,5	5,6	5,2	4,9	4,4	6,3	4,0	4,5
2° trim.	122,7	5,3	6,4	4,9	5,1	6,2	5,5	4,2	4,7	6,0	4,5	4,9
3° trim.	124,6	5,2	5,1	5,7	5,1	5,5	5,5	4,6	4,7	6,1	4,4	5,0
Produttività per ora lavorata												
2020	104,7	2,1	1,7	1,6	0,8	1,0	4,1	1,7	4,8	3,1	-0,9	-6,2
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,7	0,4	-2,1	0,0	-0,1	0,3	-2,3	0,7	1,3	5,8
2022 4° trim.	104,6	-0,3	-1,9	0,3	-3,5	-0,2	-0,7	-0,8	-2,0	0,2	1,1	4,7
2023 1° trim.	103,8	-0,6	1,3	-1,7	-0,7	-0,3	0,7	-1,0	0,0	-0,5	0,4	4,5
2° trim.	103,6	-0,9	3,7	-2,3	-1,3	-1,5	0,8	-0,8	-1,1	-0,9	-0,3	2,2
3° trim.	103,6	-1,3	1,4	-3,4	-0,7	-2,2	1,7	-0,3	-0,9	-0,7	-0,6	2,0

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
2023 ago.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
sett.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
ott.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
dic.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 gen.	3,90	3,87	3,92	3,89	3,61	5,32	-0,01
feb.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01

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),2)}					Area dell'euro ^{1),2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1),2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2023 ago.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
sett.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
ott.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,68	2,87	2,41	2,67	3,19
nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
dic.	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 gen.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
feb.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79

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
2023 ago.	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
sett.	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
ott.	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
nov.	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3
dic.	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0
2024 gen.	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
feb.	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2

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			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	
																		1
2023 feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,14	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24		
mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,14	7,63	7,23	7,90	4,70	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37		
apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,29	8,06	7,43	8,11	4,91	4,12	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48		
mag.	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58		
giu.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,39	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70		
lug.	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,54	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76		
ago.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85		
set.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,77	16,54	8,47	7,83	8,55	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,25	3,89		
ott.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,54	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91		
nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,97	16,66	7,27	7,90	8,54	5,56	4,88	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01		
dic.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,71	8,43	5,38	4,86	4,23	3,81	3,63	4,33	3,97		
2024 gen. ^(p)	0,38	1,67	3,20	3,15	8,15	16,79	7,99	8,02	8,72	5,39	4,80	4,10	3,67	3,52	4,15	3,87		

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	
2023 feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,10	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
apr.	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
mag.	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
giu.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
lug.	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
ago.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,46	5,64	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
set.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
ott.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,70	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
dic.	0,83	3,71	4,08	5,57	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,25
2024 gen. ^(p)	0,89	3,69	3,32	5,37	5,80	5,69	5,65	5,45	5,22	4,43	5,15	5,00	4,18	5,22

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	di cui Amministrazione centrale	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie					Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche
A breve termine														
2021	1.406,9	427,2	127,1	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,4	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.372,8	467,6	143,6	51,9	94,6	667,0	621,7	481,0	182,6	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	499,1	211,3	111,7	37,9	48,8	127,4	103,9
2023 ago.	1.513,7	593,1	141,1	51,5	99,1	680,4	647,9	518,7	230,3	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
set.	1.532,6	591,9	137,4	50,7	92,1	711,3	676,2	522,4	214,0	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
ott.	1.519,9	577,3	138,2	49,5	95,1	709,2	671,7	486,9	197,9	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
nov.	1.529,9	590,8	134,7	48,3	95,7	708,7	667,8	479,4	187,6	120,7	40,8	45,0	126,2	100,2
dic.	1.504,7	588,3	131,7	50,8	85,8	698,8	659,0	329,6	144,0	79,4	35,8	32,2	74,0	60,6
2024 gen.	1.497,0	604,9	131,9	45,3	86,0	674,2	641,6	520,1	211,8	121,5	37,7	43,7	143,0	121,1
A lungo termine														
2021	19.917,7	4.181,3	3.374,5	1.341,1	1.599,0	10.762,9	9.941,9	316,3	67,9	83,5	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17.896,7	3.971,9	3.257,9	1.339,0	1.395,8	9.271,0	8.559,2	298,8	78,5	73,1	29,5	16,6	130,6	121,2
2023	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	326,7	95,9	71,6	24,5	20,6	138,6	130,1
2023 ago.	18.814,4	4.307,2	3.367,4	1.367,8	1.427,7	9.712,0	8.989,6	206,0	52,3	47,9	12,4	8,4	97,4	93,9
set.	18.670,1	4.294,9	3.401,0	1.372,7	1.429,9	9.544,4	8.830,7	350,1	91,2	91,8	21,4	29,3	137,8	127,8
ott.	18.712,2	4.341,6	3.402,3	1.374,4	1.430,8	9.537,4	8.825,0	336,1	93,4	70,7	22,0	14,4	157,6	151,4
nov.	19.081,1	4.412,2	3.417,1	1.345,7	1.463,9	9.787,9	9.066,6	303,9	84,1	88,5	21,0	25,2	106,1	101,2
dic.	19.562,9	4.497,3	3.458,4	1.347,4	1.504,1	10.103,0	9.362,8	215,4	69,3	59,6	16,9	17,3	69,1	67,6
2024 gen.	19.671,5	4.577,5	3.503,4	1.351,7	1.502,9	10.087,7	9.340,0	466,9	162,9	95,8	28,9	22,5	185,7	165,0

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	di cui Amministrazione centrale	Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie						
Consistenze											
2021	21.324,6	4.608,5	3.501,6	1.391,2	1.686,9	11.527,6	10.616,8	10.366,1	600,0	1.544,3	8.220,9
2022	19.269,5	4.439,5	3.401,5	1.391,0	1.490,5	9.938,0	9.180,9	8.711,0	524,9	1.351,1	6.834,3
2023	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2
2023 ago.	20.328,1	4.900,4	3.508,5	1.419,3	1.526,8	10.392,4	9.637,5	9.526,3	582,1	1.493,1	7.450,5
set.	20.202,7	4.886,8	3.538,3	1.423,4	1.522,0	10.255,7	9.506,9	9.159,1	576,0	1.424,2	7.158,4
ott.	20.232,0	4.918,9	3.540,6	1.423,9	1.526,0	10.246,6	9.496,7	8.780,2	558,5	1.367,2	6.854,0
nov.	20.611,0	5.003,0	3.551,8	1.394,0	1.559,6	10.496,6	9.734,4	9.397,5	611,1	1.462,0	7.323,9
dic.	21.067,6	5.085,7	3.590,1	1.398,2	1.589,9	10.801,8	10.021,8	9.696,2	621,5	1.476,0	7.598,2
2024 gen.	21.168,5	5.182,3	3.635,3	1.396,9	1.589,0	10.761,9	9.981,5	9.845,4	640,6	1.504,6	7.699,8
Tasso di crescita¹⁾											
2023 giu.	5,3	10,2	4,3	4,1	0,9	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,6	-1,3
lug.	6,1	12,1	4,1	2,8	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
ago.	5,9	12,1	4,0	2,3	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
set.	6,4	11,0	5,1	4,5	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,8	-1,1
ott.	6,1	10,6	5,1	4,5	2,1	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,6	-1,5
nov.	5,5	10,0	3,8	0,9	2,1	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
dic.	5,8	11,4	3,6	0,3	1,8	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,7	-1,6
2024 gen.	5,8	10,4	5,0	1,1	1,5	4,6	5,0	-1,4	-3,0	0,6	-1,7

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 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,5	84,2	63,4	82,5	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 1° trim.	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	85,1	119,4	93,4
2° trim.	98,2	93,8	98,0	88,0	64,8	85,6	121,4	94,6
3° trim.	98,9	94,9	98,8	88,8	66,1	87,2	123,5	95,9
4° trim.	98,3	94,2	98,1	.	.	.	123,0	95,1
2023 set.	98,5	94,6	98,6	-	-	-	123,0	95,5
ott.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
nov.	98,7	94,6	98,4	-	-	-	123,4	95,3
dic.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,8
2024 gen.	98,4	94,3	98,1	-	-	-	123,6	95,1
feb.	98,1	94,1	97,9	-	-	-	123,3	94,8
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2024 feb.	-0,3	-0,2	-0,3	-	-	-	-0,2	-0,3
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2024 feb.	1,1	1,1	1,1	-	-	-	3,4	1,5

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 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu romeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 11
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2023 1° trim.	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073
2° trim.	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
3° trim.	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
4° trim.	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
2023 set.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
ott.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
dic.	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 gen.	7,820	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
feb.	7,765	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>										
2024 feb.	-0,7	2,1	0,0	1,6	1,2	-0,9	-0,5	0,0	-0,3	1,0	-1,0
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>										
2024 feb.	6,0	6,4	0,1	0,8	13,3	-8,8	-3,5	1,3	0,7	-4,5	0,7

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 esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2022 4° trim.	31.081,0	30.811,8	269,2	12.269,1	10.087,5	11.099,7	12.824,9	18,4	6.579,6	7.899,5	1.114,2	15.838,2
2023 1° trim.	31.597,9	31.462,3	135,6	12.277,8	10.022,2	11.332,6	13.396,9	-9,4	6.863,4	8.043,2	1.133,5	16.089,2
2° trim.	31.742,7	31.558,7	184,1	12.170,2	9.895,0	11.711,0	13.708,1	-34,9	6.790,7	7.955,6	1.105,7	16.057,7
3° trim.	31.882,7	31.556,1	326,7	12.247,4	9.999,7	11.762,3	13.707,3	-57,7	6.816,7	7.849,1	1.114,1	16.042,7
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2023 3° trim.	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
<i>Transazioni</i>												
2023 1° trim.	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
2° trim.	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
3° trim.	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
4° trim.	-123,0	-264,5	141,5	-105,0	-103,6	20,1	11,4	17,3	-61,8	-172,3	6,4	-
2023 lug.	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
ago.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
set.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
ott.	8,4	-12,7	21,1	-47,9	-64,2	-19,3	-7,4	17,1	54,8	58,9	3,7	-
nov.	89,5	42,3	47,2	15,4	27,9	59,1	19,7	1,2	12,4	-5,3	1,5	-
dic.	-220,9	-294,1	73,1	-72,4	-67,3	-19,7	-0,8	-0,9	-129,0	-226,0	1,2	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 dic.	389,6	58,5	331,1	-156,7	-207,9	375,5	421,6	24,4	158,9	-155,2	-12,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 dic.	2,8	0,4	2,3	-1,1	-1,5	2,7	3,0	0,2	1,1	-1,1	-0,1	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati 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											
	M2					M3-M2						
	M1		M2-M1			6	7	M3-M2		10	11	12
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
1	2	3	4	5		8	9					
Consistenze												
2021	1.470,4	9.822,6	11.292,9	918,8	2.504,9	3.423,7	14.716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15.504,8
2022	1.539,5	9.763,6	11.303,1	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.249,1	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,9
2023	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 1° trim.	1.542,2	9.456,6	10.998,7	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,4	102,6	676,7	91,5	870,7	16.051,1
2° trim.	1.535,3	9.179,2	10.714,5	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,4	695,9	83,7	894,0	15.991,4
3° trim.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
4° trim.	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2023 ago.	1.534,1	9.009,3	10.543,4	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.022,3	122,0	699,5	83,6	905,1	15.927,4
set.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3
ott.	1.536,1	8.869,0	10.405,1	2.169,7	2.453,3	4.622,9	15.028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15.971,3
nov.	1.534,0	8.835,1	10.369,1	2.232,6	2.446,9	4.679,5	15.048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16.003,0
dic.	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,1	186,8	739,0	72,0	997,9	16.137,0
2024 gen. ^(p)	1.533,0	8.733,0	10.265,9	2.360,6	2.446,8	4.807,4	15.073,3	182,7	750,0	86,8	1.019,5	16.092,8
Transazioni												
2021	107,7	908,1	1.015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1.006,3
2022	69,2	-46,8	22,4	428,9	55,5	484,3	506,7	3,9	2,4	76,6	82,8	589,5
2023	-4,4	-954,4	-958,8	925,6	-100,0	825,6	-133,2	40,9	93,4	25,0	159,3	26,1
2023 1° trim.	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
2° trim.	-6,9	-275,8	-282,7	226,7	-30,2	196,5	-86,2	11,9	19,2	-5,5	25,6	-60,6
3° trim.	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,0	18,2	-8,7	25,5	-5,0
4° trim.	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,5	56,0	149,6
2023 ago.	-0,4	-82,6	-83,0	75,9	-21,7	54,2	-28,8	-0,1	4,8	4,3	8,9	-19,9
set.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-7,9	15,4	58,6
ott.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5
nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2
dic.	2,5	12,5	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8
2024 gen. ^(p)	-3,0	-106,3	-109,3	48,1	-11,8	36,3	-73,0	-1,7	10,9	21,2	30,3	-42,6
Variazioni percentuali												
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 1° trim.	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
2° trim.	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,0	22,4	0,5
3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
4° trim.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2023 ago.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	160,2	20,3	-1,3
set.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
ott.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0
nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9
dic.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,4	19,5	0,2
2024 gen. ^(p)	-0,5	-9,9	-8,6	62,3	-4,3	19,8	-1,1	24,8	17,6	72,5	22,5	0,1

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	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.272,8	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,0	236,9	560,8
2023	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 1° trim.	3.332,6	2.595,7	595,6	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,4	230,5	572,9
2° trim.	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,3	229,1	564,9
3° trim.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
4° trim.	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2023 ago.	3.314,9	2.452,4	719,7	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.157,2	217,5	560,6
set.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
ott.	3.326,5	2.413,8	768,5	131,4	12,9	8.346,7	5.150,1	909,6	2.286,3	0,7	1.205,6	210,4	547,0
nov.	3.326,0	2.405,1	772,6	132,0	16,4	8.365,1	5.115,5	969,9	2.278,8	0,8	1.225,4	223,3	536,3
dic.	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,7	541,7
2024 gen. (p)	3.327,8	2.384,5	803,7	128,4	11,2	8.436,5	5.080,7	1.071,7	2.283,1	1,1	1.210,7	221,8	526,2
Transazioni													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,3	-89,7	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,4	8,2	14,0
2023	-28,8	-302,6	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,3	-0,6	-25,9
2023 1° trim.	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
2° trim.	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-10,7
3° trim.	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	0,6
4° trim.	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 ago.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-22,9	0,6	-4,2
set.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
ott.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
dic.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,3	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 gen. (p)	-8,6	-40,8	35,2	-3,2	0,2	9,5	-31,8	49,6	-7,9	-0,3	-43,8	-13,2	-15,5
Variazioni percentuali													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	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	-0,2	-4,6
2023 1° trim.	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,1
2° trim.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
3° trim.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-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	-0,2	-4,6
2023 ago.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,5
set.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
ott.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,1	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
nov.	-1,9	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,1	-4,3	-18,6	-8,4	-9,1	-5,1
dic.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	-0,2	-4,6
2024 gen. (p)	-1,0	-11,2	49,9	-3,1	58,3	0,3	-8,3	121,4	-4,3	39,2	-5,4	-4,8	-6,7

Fonte: BCE.

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

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

3) 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'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)

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito			
					Totale	A società non finanziarie ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			12
Consistenze													
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1	
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,2	6.632,2	1.079,3	147,6	1.563,7	836,3	
2023	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4	
2023 1° trim.	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,0	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	849,9	
2° trim.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3	
3° trim.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6	
4° trim.	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4	
2023 ago.	6.257,7	987,3	5.245,3	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	877,1	
set.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6	
ott.	6.197,1	987,3	5.184,7	15.452,2	13.008,9	13.224,5	5.112,9	6.641,8	1.119,1	135,1	1.563,0	880,3	
nov.	6.226,6	986,0	5.215,4	15.471,8	13.033,9	13.243,3	5.118,2	6.652,6	1.129,0	134,1	1.560,0	877,9	
dic.	6.315,4	994,7	5.295,4	15.491,8	13.035,4	13.262,2	5.126,8	6.647,3	1.122,4	139,0	1.559,0	897,4	
2024 gen. ^(p)	6.248,4	984,1	5.238,8	15.495,3	13.001,0	13.245,1	5.110,7	6.634,0	1.124,7	131,6	1.584,3	909,9	
Transazioni													
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2	
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,5	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4	
2023	-160,8	-16,6	-144,4	55,4	23,4	70,0	-5,5	6,3	30,7	-8,1	-13,8	45,8	
2023 1° trim.	-72,9	-17,4	-55,3	2,5	3,7	7,5	-2,1	14,9	-3,0	-5,9	-9,7	8,5	
2° trim.	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-0,9	-5,1	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3	
3° trim.	-18,4	1,6	-19,6	8,1	-0,1	-11,6	-8,4	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8	
4° trim.	5,6	7,8	-2,5	44,0	51,7	75,0	10,2	18,5	20,9	2,2	-24,1	16,3	
2023 ago.	14,8	2,4	12,8	-23,6	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,2	-4,3	0,3	0,3	
set.	1,0	1,6	-0,6	16,7	13,0	7,9	-5,2	2,2	10,1	6,0	4,2	-0,5	
ott.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,3	2,7	10,0	26,3	-1,8	-12,9	8,2	
nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,7	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	-7,5	
dic.	36,3	9,0	27,2	6,7	-4,6	14,0	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,3	15,6	
2024 gen. ^(p)	-45,2	-8,4	-37,0	7,1	-29,2	-12,2	-13,5	-12,5	4,2	-7,4	27,7	8,6	
Variazioni percentuali													
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0	
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6	
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4	
2023 1° trim.	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0	
2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5	
3° trim.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0	
4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4	
2023 ago.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2	
set.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0	
ott.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0	
nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9	
dic.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-0,9	5,4	
2024 gen. ^(p)	-2,5	-1,0	-2,8	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	2,9	-10,4	1,3	6,4	

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; 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
	1	Prestiti corretti ⁴⁾				6	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2021	4.864,8	4.995,5	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.638,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,2	5.137,8	967,2	1.078,9	3.085,1	6.632,2	6.833,5	717,3	5.214,7	700,2
2023	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 1° trim.	5.136,0	5.147,9	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.868,6	723,7	5.236,0	705,9
2° trim.	5.126,9	5.144,8	924,2	1.088,2	3.114,6	6.634,3	6.867,2	726,0	5.207,9	700,4
3° trim.	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
4° trim.	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2023 ago.	5.119,9	5.125,4	901,9	1.085,1	3.132,9	6.632,8	6.865,0	729,9	5.209,0	693,9
set.	5.114,6	5.130,9	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.865,0	731,6	5.210,5	691,4
ott.	5.112,9	5.128,3	897,4	1.087,7	3.127,8	6.641,8	6.865,0	731,1	5.222,8	688,0
nov.	5.118,2	5.137,3	902,1	1.087,5	3.128,6	6.652,6	6.866,7	732,1	5.231,6	688,9
dic.	5.126,8	5.150,4	914,0	1.091,1	3.121,7	6.647,3	6.865,2	733,5	5.227,8	685,9
2024 gen. ^(p)	5.110,7	5.135,8	894,1	1.092,8	3.123,8	6.634,0	6.870,2	734,6	5.215,3	684,1
Transazioni										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,5	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	308,9	78,6	77,7	113,5	242,0	250,5	22,7	218,5	0,9
2023	-5,5	24,2	-44,4	10,2	28,7	6,3	24,0	19,8	8,6	-22,1
2023 1° trim.	-2,1	4,3	-24,1	11,0	11,0	14,9	17,9	4,6	15,0	-4,7
2° trim.	-5,1	-0,9	-15,1	-2,9	12,9	-28,6	0,4	3,9	-27,6	-4,9
3° trim.	-8,4	-10,0	-21,8	-3,2	16,6	1,6	0,8	7,5	2,8	-8,7
4° trim.	10,2	30,9	16,6	5,3	-11,7	18,5	4,9	3,8	18,5	-3,8
2023 ago.	-3,9	-17,0	-18,9	-3,2	18,3	4,2	1,7	2,7	3,9	-2,3
set.	-5,2	6,1	0,2	-0,5	-4,9	2,2	1,8	2,6	1,8	-2,2
ott.	2,7	0,6	-4,1	3,1	3,6	10,0	1,2	0,3	12,3	-2,7
nov.	-3,9	13,4	7,6	-2,4	-9,1	11,5	2,8	1,5	9,4	0,7
dic.	11,4	16,9	13,1	4,5	-6,2	-3,0	0,8	2,0	-3,2	-1,9
2024 gen. ^(p)	-13,5	-11,6	-19,1	1,7	3,9	-12,5	4,9	1,0	-12,2	-1,2
Variazioni percentuali										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	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	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 1° trim.	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
2° trim.	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
3° trim.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
4° trim.	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2023 ago.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
set.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
ott.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,3	0,9	0,2	0,5	2,7	0,3	-3,1
dic.	-0,1	0,5	-4,6	0,9	0,9	0,1	0,4	2,8	0,2	-3,1
2024 gen. ^(p)	-0,4	0,2	-5,8	0,8	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro 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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Consistenze										
2021	736,9	6.886,2	1.838,9	37,1	1.999,2	3.010,9	1.377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,0	6.752,7	1.782,6	45,9	2.121,9	2.802,4	1.333,4	385,4	137,8	147,6
2023	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 1° trim.	573,9	6.912,1	1.791,9	55,5	2.168,4	2.896,3	1.426,2	331,4	152,1	165,8
2° trim.	485,0	6.984,3	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,2	1.465,0	293,9	168,6	172,6
3° trim.	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
4° trim.	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2023 ago.	439,5	7.140,5	1.807,1	68,0	2.342,1	2.923,3	1.579,7	255,4	165,9	161,8
set.	456,0	7.143,7	1.825,0	72,9	2.367,0	2.878,8	1.635,2	317,7	153,8	163,3
ott.	440,0	7.225,5	1.819,7	77,7	2.415,4	2.912,8	1.735,8	251,7	163,1	151,4
nov.	407,6	7.273,7	1.827,9	83,7	2.414,7	2.947,5	1.794,2	191,7	170,4	162,0
dic.	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,5	1.860,6	268,9	155,0	152,6
2024 gen. ^(p)	454,6	7.374,7	1.829,6	97,0	2.449,0	2.999,1	1.960,2	218,1	165,7	159,7
Transazioni										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,9	38,9	-89,7	-4,4	16,0	117,0	-70,5	-195,6	10,5	17,9
2023	-194,4	334,6	25,7	40,0	227,2	41,6	460,6	-189,0	19,8	9,0
2023 1° trim.	-81,8	80,4	5,9	5,0	58,3	11,3	63,7	-52,6	15,0	18,9
2° trim.	-88,7	96,7	13,9	6,1	61,8	14,9	92,9	-71,2	16,5	6,7
3° trim.	-29,1	98,1	17,3	11,4	45,0	24,5	128,3	-54,1	-13,0	-6,0
4° trim.	5,3	59,4	-11,3	17,6	62,1	-9,0	175,8	-11,1	1,2	-10,7
2023 ago.	-24,6	28,7	0,1	3,5	17,2	7,9	27,6	-34,6	12,1	5,4
set.	16,4	38,2	16,3	4,9	10,5	6,6	58,7	36,8	-10,3	4,8
ott.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	58,9	-78,3	9,3	-12,0
nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
dic.	53,8	9,8	-2,0	6,8	20,5	-15,5	54,1	95,2	-15,4	-9,4
2024 gen. ^(p)	-6,5	60,7	2,4	6,5	37,3	14,6	100,6	-50,8	10,7	7,0
Variazioni percentuali										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 1° trim.	-22,6	2,3	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
2° trim.	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
3° trim.	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
4° trim.	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2023 ago.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	3,0	-	-	5,9	11,5
set.	-30,3	5,0	1,4	48,7	10,5	2,4	-	-	5,7	14,1
ott.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
nov.	-40,3	5,3	1,3	68,4	10,3	2,9	-	-	7,5	-2,7
dic.	-29,8	4,9	1,4	80,1	10,6	1,5	-	-	14,4	5,9
2024 gen. ^(p)	-20,7	5,2	1,6	85,3	10,3	2,0	-	-	8,4	4,2

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-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	-1,9
2022 4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 1° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,0
2° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,1
3° 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		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 4° trim.	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 1° trim.	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
2° trim.	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
3° trim.	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta		
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti	Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	84,1	3,0	13,2	67,8	45,8	30,8	38,3	7,7	76,3	15,6	27,9	40,6	82,7	1,3
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,6	39,1	42,5	11,1	86,0	18,9	30,9	47,3	95,5	1,7
2021	94,7	3,0	13,8	77,9	55,2	41,3	39,5	9,8	84,9	17,5	30,1	47,1	93,3	1,4
2022	90,9	2,7	13,2	75,0	53,4	40,2	37,5	8,8	82,1	16,3	28,9	45,7	90,0	0,9
2022 4° trim.	90,9	2,7	13,2	75,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 1° trim.	90,7	2,5	12,8	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	90,3	2,5	12,5	75,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	89,9	2,5	12,2	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 4° trim.	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 1° trim.	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
2° trim.	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4
3° trim.	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico 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		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2022 4° trim.	13,1	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023 1° trim.	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2° trim.	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
3° trim.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
2023 ago.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
set.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
ott.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
dic.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 gen.	13,3	11,9	4,1	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,6	3,6	2,1

Fonte: BCE.

1) Dati registrati al valore nominale e non consolidati all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

2) Esclusi pagamenti futuri su titoli di debito non ancora in essere e rimborsi anticipati.

3) Vita residua a fine periodo.

4) Consistenze in essere a fine periodo; transazioni come medie di dodici mesi.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.6 Andamenti delle finanze pubbliche nei paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL; flussi durante un periodo di 1 anno e consistenze in essere a fine periodo)

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 4° trim.	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 1° trim.	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
2° trim.	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
3° trim.	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
Debito pubblico										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 4° trim.	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 1° trim.	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
2° trim.	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
3° trim.	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4

	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 4° trim.	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 1° trim.	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
2° trim.	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
3° trim.	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
Debito pubblico										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 4° trim.	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 1° trim.	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
2° trim.	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
3° trim.	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

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 6 marzo 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-24-002-IT-N (online)