



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 7 / 2023



Indice

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari	2
Sintesi	2
1 Contesto esterno	7
2 Attività economica	12
3 Prezzi e costi	19
4 Andamenti del mercato finanziario	26
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	29
Riquadri	39
1 Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader	39
2 L'inversione della curva dei rendimenti e il suo contenuto informativo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	49
3 Effetti di propagazione all'area dell'euro della recente inflazione negativa in Cina	55
4 Struttura industriale ed effetti della politica monetaria sull'economia reale	61
5 Fattori alla base del recente andamento delle aspettative delle imprese sull'attività nei diversi settori	64
6 Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	69
7 L'inflazione dei canoni di locazione nell'area dell'euro	76
Articolo	85
1 Buon anniversario BLS! L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro compie vent'anni	85
Statistiche	S1

Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

Sintesi

Nella riunione del 26 ottobre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni hanno sostanzialmente confermato la precedente valutazione circa le prospettive di inflazione a medio termine. Ci si attende ancora che l'inflazione resti troppo elevata per un periodo di tempo prolungato; le pressioni interne sui prezzi, inoltre, si confermano intense. Al tempo stesso, l'inflazione ha registrato un netto calo a settembre, ascrivibile anche ai forti effetti base, ed è proseguita la diminuzione di gran parte delle misure dell'inflazione di fondo. Gli aumenti dei tassi di interesse stabiliti in precedenza dal Consiglio direttivo seguitano a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento, frenando in misura crescente la domanda e contribuendo pertanto alla riduzione dell'inflazione.

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 sarà 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 saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Attività economica

L'economia dell'area dell'euro resta debole. I dati recenti indicano che il prodotto del settore manifatturiero ha continuato a contrarsi. La modesta domanda estera e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento gravano in misura crescente sugli investimenti e sulla spesa per consumi. Anche il settore dei servizi mostra un'ulteriore perdita di vigore, principalmente riconducibile al propagarsi ad altri settori dell'indebolimento dell'attività industriale, all'attenuarsi dello stimolo derivante dagli effetti delle riaperture e all'amplificarsi dell'impatto dei più elevati tassi di interesse. È probabile che l'economia rimanga debole nella parte restante del 2023. Tuttavia, con l'ulteriore diminuzione dell'inflazione, la ripresa dei redditi reali delle famiglie e l'aumento della domanda di esportazioni dall'area dell'euro, l'attività dovrebbe rafforzarsi nei prossimi anni.

L'attività economica è stata finora sostenuta dal vigore del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,4 per cento ad agosto. Al tempo stesso, vi sono segnali di un indebolimento del mercato del lavoro. Diminuisce il numero dei nuovi occupati, anche nel settore dei servizi, coerentemente con la graduale trasmissione del raffreddamento dell'economia all'occupazione.

Con il venir meno della crisi energetica i governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno adottate. Ciò è essenziale per evitare di sospingere al rialzo le pressioni inflazionistiche di medio termine, che renderebbero altrimenti necessaria una politica monetaria ancora più restrittiva. Le politiche di bilancio dovrebbero essere formulate con lo scopo di accrescere la produttività dell'economia dell'area dell'euro e ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Le riforme strutturali e gli investimenti volti a migliorare la capacità di offerta dell'area, che beneficerebbero della piena attuazione del programma Next Generation EU, possono contribuire a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo, sostenendo al tempo stesso le transizioni ecologica e digitale. A tal fine, andrebbe conclusa entro la fine di quest'anno la riforma del quadro di governance economica dell'UE e andrebbero accelerati i progressi verso l'unione dei mercati dei capitali e il completamento dell'unione bancaria.

Inflazione

A settembre l'inflazione è scesa al 4,3 per cento, livello inferiore di quasi un intero punto percentuale rispetto al dato di agosto. Nel breve periodo è probabile che diminuisca ulteriormente, in quanto i bruschi rincari dei beni energetici e alimentari registrati nell'autunno 2022 non saranno più ricompresi nel calcolo dei tassi sul periodo corrispondente. La flessione di settembre è stata generalizzata. L'inflazione dei beni alimentari è scesa ancora, pur rimanendo storicamente elevata. I prezzi dell'energia si sono ridotti del 4,6 per cento sui dodici mesi, ma più di recente sono tornati ad aumentare, divenendo meno prevedibili per effetto delle nuove tensioni geopolitiche.

A settembre l'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è scesa al 4,5 per cento, dal 5,3 di agosto. Il calo è stato favorito dal miglioramento delle condizioni dell'offerta, dalla trasmissione dei precedenti ribassi delle quotazioni dell'energia e dall'impatto della politica monetaria più restrittiva sulla domanda e sul potere di fissazione dei prezzi da parte delle imprese. I tassi di inflazione dei beni e dei servizi hanno registrato una sostanziale contrazione, rispettivamente al 4,1 e al 4,7 per cento, riconducibile, nel caso dei servizi, anche a pronunciati effetti base. Le pressioni sui prezzi nei settori del turismo e dei viaggi si starebbero attenuando.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo continua a scendere. Allo stesso tempo, le pressioni interne sui prezzi restano forti, anche di riflesso alla crescente importanza dell'incremento delle retribuzioni. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano per la maggior parte intorno al

2 per cento. Nondimeno, alcuni indicatori rimangono elevati e necessitano di un attento monitoraggio.

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. Sulla crescita peserebbe anche l'indebolimento dell'economia mondiale. La guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto innescato dagli attacchi terroristici in Israele sono significative fonti di rischio geopolitico. Ciò potrebbe indurre, in imprese e famiglie, una perdita di fiducia e una maggiore incertezza, indebolendo ulteriormente la crescita. Per converso, l'espansione economica potrebbe rivelarsi superiore alle aspettative se, grazie alla perdurante tenuta del mercato del lavoro e all'incremento dei redditi reali, famiglie e imprese incrementassero i propri livelli di fiducia e aumentassero la spesa, oppure se l'economia mondiale crescesse più di quanto atteso.

Rischi al rialzo per l'inflazione potrebbero derivare da un aumento dei costi dei beni energetici e alimentari. Le accresciute tensioni geopolitiche potrebbero sospingere al rialzo i prezzi dell'energia nel breve periodo, rendendo più incerte le prospettive di medio termine. I fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari oltre le attese. Un incremento duraturo delle aspettative di inflazione al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo, oppure aumenti delle retribuzioni o dei margini di profitto maggiori rispetto a quanto previsto, potrebbero altresì spingere al rialzo l'inflazione, anche nel medio termine. Per contro, un indebolimento della domanda, attribuibile ad esempio a una più intensa trasmissione della politica monetaria o a un deterioramento del contesto economico nel resto del mondo a fronte dei maggiori rischi geopolitici, allenterebbe le pressioni sui prezzi, soprattutto nel medio periodo.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse a più lungo termine sono marcatamente aumentati dalla riunione dello scorso settembre, rispecchiando i forti incrementi osservati nelle altre principali economie. La politica monetaria del Consiglio direttivo continua a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento generali. La provvista è divenuta più onerosa per le banche e i tassi di interesse sui prestiti alle imprese e sui mutui ipotecari sono tornati ad aumentare ad agosto, portandosi rispettivamente al 5,0 e al 3,9 per cento.

I più elevati tassi di indebitamento, insieme alla connessa riduzione dei piani di investimento e degli acquisti di abitazioni, hanno determinato un ulteriore brusco calo della domanda di credito nel terzo trimestre, come rilevato dall'indagine sul credito bancario di ottobre 2023. Inoltre, i criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie hanno registrato un ulteriore irrigidimento. Le banche nutrono maggiori timori circa i rischi cui è esposta la clientela e sono a loro volta meno disposte ad assumere rischi.

In tale contesto la dinamica del credito si è ulteriormente indebolita. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese ha subito un brusco calo, passando dal 2,2 per cento di luglio allo 0,7 di agosto e allo 0,2 di settembre. I prestiti alle famiglie sono rimasti contenuti, con un tasso di crescita sceso all'1,0 per cento ad agosto e allo 0,8 a settembre. A seguito del debole andamento del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema, il tasso di variazione sui dodici mesi di M3 è sceso al -1,3 per cento ad agosto, il livello più basso osservato dall'introduzione dell'euro, collocandosi ancora al -1,2 per cento a settembre.

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 sono rimasti invariati, rispettivamente al 4,50, al 4,75 e al 4,00 per cento.

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

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

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

A fronte dei rimborsi degli importi ricevuti dalle banche 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 26 ottobre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni hanno sostanzialmente confermato la precedente valutazione circa le prospettive di inflazione a medio termine. Ci si attende ancora che l'inflazione resti troppo elevata per un periodo di tempo prolungato; le pressioni interne sui prezzi, inoltre, si confermano intense. Al tempo stesso, l'inflazione ha registrato un netto calo a settembre, ascrivibile anche ai forti effetti base, ed è proseguita la diminuzione di gran parte delle misure dell'inflazione di fondo. Gli aumenti dei tassi di interesse stabiliti in precedenza seguitano a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento, frenando in misura crescente la domanda e contribuendo pertanto alla riduzione dell'inflazione.

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 si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a garantire tale ritorno tempestivo. 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 sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

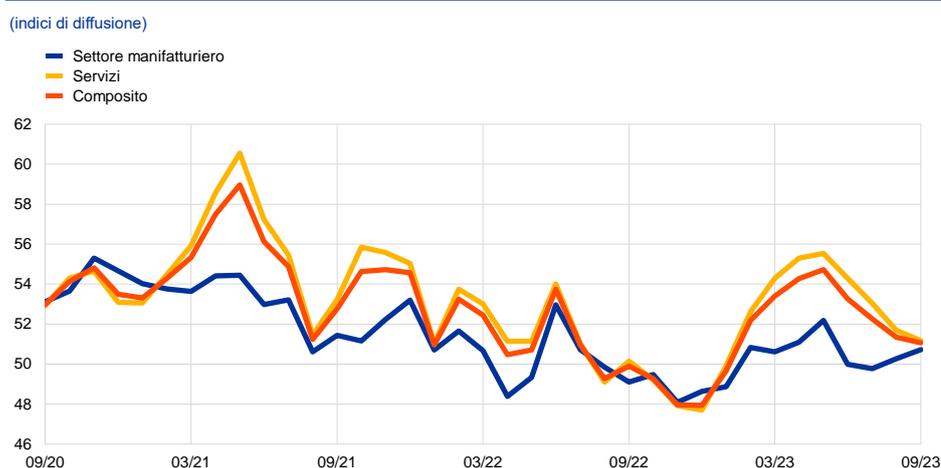
Contesto esterno

Nella seconda metà dell'anno la crescita economica a livello globale è in fase di moderazione. Il rallentamento dell'attività economica è particolarmente marcato nel settore dei servizi, mentre il comparto manifatturiero continua a registrare un'attività modesta. La ripresa dell'interscambio mondiale è in corso, sebbene i dati più recenti segnalino una dinamica espansiva più debole nei prossimi trimestri, in linea con il rallentamento dell'attività economica. Le pressioni sull'inflazione complessiva sono lievemente aumentate a livello globale, di riflesso ai rincari dei beni energetici. L'inflazione di fondo continua a diminuire.

L'attività economica mondiale è in fase di moderazione. A settembre l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto, esclusa l'area dell'euro, è sceso per il quarto mese consecutivo, pur mantenendosi al di sopra della soglia neutra. Dopo lo stimolo ricevuto dalla riapertura dell'economia al termine della pandemia, l'attività nel settore dei servizi è ora in rallentamento e converge verso il livello osservato nel settore manifatturiero (cfr. il grafico 1). Tale perdita di slancio dell'economia, unita alla convergenza tra i settori dei servizi e manifatturiero, potrebbe anche riflettere effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria, dal momento che l'inflazione ancora elevata e i più rigorosi criteri di concessione del credito continuano a esercitare pressioni sul reddito disponibile dei consumatori. Al contempo, ci si attende che i mercati del lavoro rimangano solidi, sostenendo la domanda nel breve periodo.

Grafico 1

PMI mondiale composito relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro)



Fonti: Markit ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

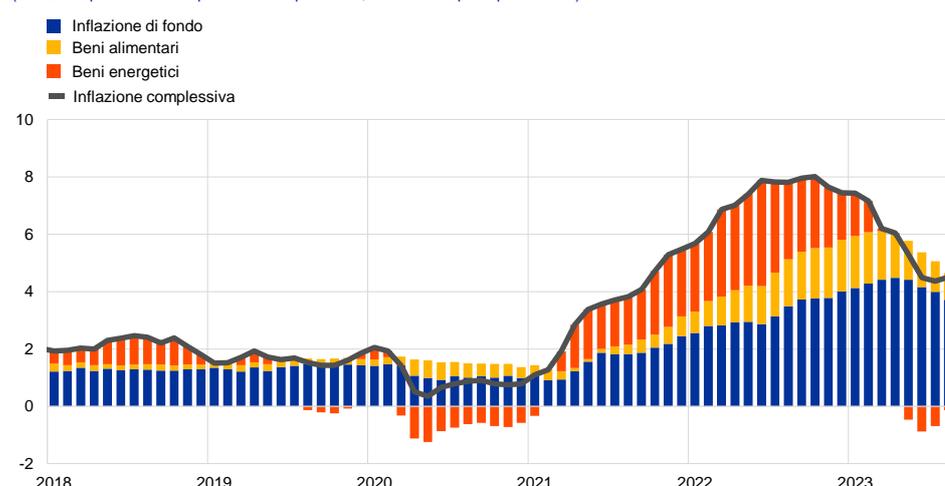
La dinamica dell'interscambio mondiale si conferma debole. Il commercio internazionale di beni ha segnato una ripresa nel secondo trimestre di quest'anno rispetto ai livelli osservati nel primo trimestre, giacché l'ulteriore attenuazione delle carenze dal lato dell'offerta di articoli elettronici e semiconduttori ha sostenuto il commercio in settori chiave come quello automobilistico. Tuttavia i dati relativi al PMI

dei nuovi ordinativi dall'estero e della produzione industriale continuano a segnalare una debole domanda di beni. La debolezza delle importazioni a livello internazionale riflette, in parte, il fatto che la composizione della domanda mondiale abbia ridotto la propria intensità di scambi, con lo spostamento della domanda dai beni ai servizi, ripristinando gli andamenti pre-pandemici. Inoltre, le interruzioni dal lato dell'offerta, che hanno determinato un accumulo di scorte dopo la pandemia, col tempo si sono attenuate, dando luogo a un decumulo che ora grava sulla crescita dell'interscambio. Al tempo stesso, il commercio mondiale di beni e servizi è stato sostenuto dalla ripresa del turismo internazionale, con il ritorno degli arrivi dei turisti, nella maggior parte delle aree geografiche, ai livelli precedenti la pandemia.

L'inflazione complessiva nei paesi dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) permane su una traiettoria discendente, tuttavia gli andamenti dei prezzi delle materie prime stanno rallentando il ritmo della disinflazione. Nei paesi OCSE, eccetto la Turchia, l'inflazione complessiva sui dodici mesi è salita al 4,5 per cento ad agosto, dal 4,4 di luglio, in seguito a un contributo meno negativo dei prezzi dell'energia (cfr. il grafico 2). Nel complesso, i recenti andamenti nei mercati delle materie prime energetiche indicano che il trend disinflazionistico dei prezzi dell'energia potrebbe aver raggiunto il suo punto minimo. Contemporaneamente, l'inflazione di fondo sui dodici mesi nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) ha continuato a scendere, passando al 4,7 per cento di agosto dal 5,0 di luglio. Tuttavia l'inflazione di fondo rimane piuttosto persistente, in particolare nelle economie avanzate, grazie alla protratta tenuta dei mercati del lavoro e alla vigorosa dinamica salariale. In prospettiva, il graduale processo di disinflazione dovrebbe proseguire grazie agli effetti di trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria all'inflazione di fondo.

Grafico 2
Inflazione al consumo nell'area dell'OCSE

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'IPC nei paesi dell'OCSE. L'inflazione di fondo si riferisce all'inflazione di tutte le voci al netto delle componenti alimentare ed energetica. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre, gli andamenti dei prezzi delle materie prime energetiche sono stati irregolari, nel contesto di più bassi prezzi del petrolio e rincari del gas. Nello stesso periodo, i petroliferi espressi in dollari statunitensi sono diminuiti lievemente (del 3,2 per cento) (cfr. il grafico 3), con le condizioni di offerta di petrolio più tese, che sono state compensate da preoccupazioni in merito alla domanda mondiale, in un contesto di aspettative di mercato di tassi di interesse più elevati più a lungo e di maggiore debolezza dell'attività economica a livello internazionale. Dal lato dell'offerta, la Russia e l'Arabia Saudita hanno ribadito la loro intenzione di ridurre la produzione di petrolio di 1,3 milioni di barili al giorno entro la fine dell'anno. A partire dagli attacchi terroristici in Israele, i corsi petroliferi hanno mostrato maggiore volatilità, a fronte della crescente incertezza sulle implicazioni del conflitto per l'offerta di petrolio da parte del Medio Oriente. All'indomani degli attacchi, i prezzi del petrolio hanno registrato un'impennata (del 3,8 per cento al 9 ottobre), ma l'aumento ha poi subito una battuta d'arresto, attestandosi allo 0,8 per cento. Nonostante la solidità delle scorte dell'UE, dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre i prezzi del gas in Europa sono cresciuti del 32,5 per cento, fino a circa 49,3 EUR/MWh. I recenti aumenti dei prezzi del gas sono stati determinati dai crescenti timori in merito all'offerta, dopo la chiusura di un impianto israeliano e del gasdotto tra Estonia e Finlandia, nonché dalla minaccia di scioperi presso due impianti di gas naturale liquefatto in Australia. Sebbene le curve dei contratti future su petrolio e gas indichino un abbassamento dei prezzi nel medio termine, permangono rischi al rialzo a breve termine, di riflesso all'accresciuta incertezza riguardo alle condizioni dell'offerta.

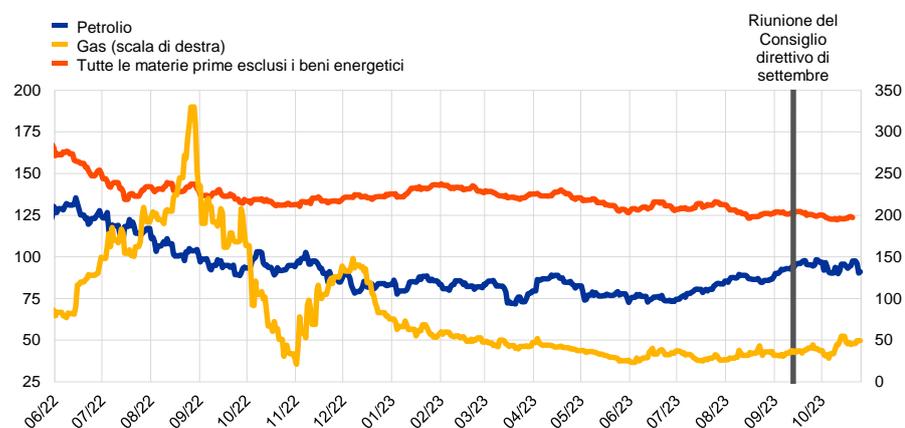
I prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti lievemente.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di settembre i prezzi dei metalli sono scesi del 3,6 per cento a fronte del potenziale deterioramento delle prospettive dell'economia internazionale e di fattori avversi alla crescita in Cina. I prezzi delle materie prime alimentari sono rimasti sostanzialmente invariati (+0,25 per cento), nel contesto di una certa eterogeneità negli alimenti a base di cereali, mentre i prezzi più bassi del frumento, derivanti dall'aumento dell'offerta di tale cereale negli Stati Uniti, sono stati compensati dai prezzi più elevati del mais.

Grafico 3

Andamenti dei prezzi delle materie prime

(scala di sinistra: USD al barile (petrolio), indice: 2020 = 100 (tutte le materie prime esclusa l'energia); scala di destra: EUR/MWh (gas))



Fonti: Refinitiv, HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Gas" fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese. La linea verticale indica la data della riunione del Consiglio direttivo di settembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 ottobre 2023 per le voci "Petrolio" e "Gas" e al 20 ottobre 2023 per la voce "Tutte le materie prime esclusi i beni energetici".

Negli Stati Uniti, la crescita economica è rimasta robusta nella prima metà del 2023, tuttavia è atteso un rallentamento dell'attività verso la fine dell'anno.

Nel secondo trimestre, la crescita del PIL in termini reali è stata superiore alle attese, ma alcuni indicatori anticipatori, inclusi i dati sugli acquisti con carta di credito, segnalano una più debole spesa per consumi nel terzo trimestre. Nella prima metà dell'anno la spesa è stata sostenuta dal ricorso ai risparmi accumulati in eccesso da parte delle famiglie; tale sostegno, tuttavia, diverrà più limitato in futuro, con il depauperamento di queste risorse di riserva. Nel contempo, le condizioni del mercato del lavoro continuano ad allentarsi, pur rimanendo tese. Il rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione, che è una misura della tensione del mercato del lavoro, si sta gradualmente riducendo ma rimane ben al di sopra dei livelli storici, in particolare nel settore dei servizi. A settembre l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) si è confermata al 3,7 per cento, invariata rispetto ad agosto. L'inflazione di fondo ha continuato a scendere a settembre, registrando un calo di 0,2 punti percentuali fino al 4,1 per cento; anche i prezzi dei beni considerati nel calcolo dell'inflazione di fondo sono diminuiti rispetto al mese precedente. Per contro, i prezzi dei servizi stanno aumentando a un ritmo crescente.

Il rallentamento dell'economia cinese sembra attenuarsi. In seguito alla forte decelerazione dell'attività economica in Cina nel secondo trimestre, dovuta al brusco calo nel settore immobiliare, gli indicatori recenti dell'attività mostrano segni di stabilizzazione. A settembre la crescita sui dodici mesi delle vendite al dettaglio è ulteriormente aumentata, al 5,5 per cento, dal 4,6 per cento del mese precedente, mentre l'espansione della produzione industriale si è stabilizzata a un tasso del 4,5 per cento su base annua. Di conseguenza, la crescita del PIL relativa al terzo trimestre è stata superiore alle attese, attestandosi all'1,3 per cento sul periodo precedente, dopo una revisione al ribasso della stima, allo 0,5 per cento, nel secondo trimestre. I dati sull'attività nel mese di settembre, inoltre, evidenziano

un'economia a due velocità in termini di determinanti della crescita: se da un lato la contrazione degli investimenti immobiliari ha continuato a intensificarsi nel terzo trimestre, dall'altro l'attività al di fuori di tale settore si è confermata robusta. La più ampia spesa per consumi e il settore manifatturiero continuano a sostenere la crescita, ad esempio nel settore automobilistico. Nel contempo, l'economia è parzialmente sostenuta da interventi pubblici mirati, volti principalmente a beneficiare l'attività nel settore dell'edilizia residenziale. L'inflazione misurata sull'IPC, ad agosto, è diventata positiva, in gran parte grazie agli andamenti dei prezzi dell'energia. Nel complesso, l'inflazione misurata sull'IPC sembra aver toccato il suo punto minimo ma dovrebbe rimanere contenuta a fronte di una debolezza della domanda interna ed estera.

In Giappone la crescita economica dovrebbe evidenziare una moderazione nel terzo trimestre. I più recenti indicatori PMI segnalano una certa perdita di slancio nel settore dei servizi, che esacerberà probabilmente la persistente debolezza dell'attività nel comparto manifatturiero. Gli indicatori suggeriscono che la divergenza tra settori si sta riducendo. È attesa una moderata ripresa della domanda interna rispetto ai deboli andamenti osservati nel trimestre precedente, con i dati di agosto che finora segnalano un limitato recupero nei livelli di consumi privati. Per contro, la ripresa delle esportazioni sembra aver subito una battuta d'arresto. Ad agosto l'inflazione complessiva è diminuita in misura marginale, collocandosi al 3,2 per cento, mentre l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 2,7 per cento, riflettendo sia l'aumento delle tariffe di alloggio sia la minore inflazione dei beni durevoli destinati alle famiglie. Complessivamente, gli indicatori dell'inflazione continuano a segnalare una solida dinamica di fondo dei prezzi che riflette anche una robusta crescita salariale. Nondimeno, i tassi di inflazione complessiva su base annua dovrebbero scendere lievemente, in linea con la riduzione delle pressioni dal lato dei costi delle importazioni.

Le prospettive per l'economia del Regno Unito sono deboli. Il PIL mensile in termini reali è salito dello 0,2 per cento ad agosto, dopo un calo dello 0,6 per cento a luglio, ma i più recenti indicatori PMI segnalano una perdurante debolezza della crescita economica. La fiducia delle imprese, tuttavia, è rimasta robusta, e il clima di fiducia dei consumatori ha continuato a migliorare. I consumatori seguitano a beneficiare di un mercato del lavoro ancora solido, mentre l'inflazione in calo sostiene i redditi reali. Nel complesso, è atteso un ristagno del PIL nella seconda metà dell'anno, tuttavia dovrebbe essere possibile evitare una recessione. I consumi privati continueranno a essere sostenuti dall'inflazione in calo e da una robusta dinamica salariale, che sorreggono i redditi reali; i tassi sui mutui ipotecari più elevati e le condizioni finanziarie maggiormente tese, tuttavia, freneranno in misura crescente la domanda interna.

L'economia dell'area dell'euro resta debole. I dati recenti indicano che il prodotto nel settore manifatturiero ha continuato a contrarsi. La modesta domanda estera e l'inasprimento delle condizioni di finanziamento gravano in misura crescente sugli investimenti e sulla spesa per consumi. Anche il settore dei servizi mostra un'ulteriore perdita di vigore, da attribuire principalmente all'indebolimento dell'attività industriale che si propaga ad altri settori, all'attenuarsi dello stimolo derivante dagli effetti delle riaperture e all'ampliarsi dell'impatto dei più elevati tassi di interesse. È probabile che l'economia rimanga debole nella parte restante dell'anno. Tuttavia, con l'ulteriore diminuzione dell'inflazione, la ripresa dei redditi reali delle famiglie e l'aumento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro, l'attività dovrebbe rafforzarsi nei prossimi anni. L'economia è stata finora sostenuta dal vigore del mercato del lavoro che evidenzia, tuttavia, segnali di indebolimento.

Ci si attende che la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si sia indebolita nel terzo trimestre del 2023. Dopo una crescita sostanzialmente nulla al volgere dell'anno e nel primo trimestre, nel secondo il PIL dell'area dell'euro è lievemente aumentato, dello 0,2 per cento (cfr. il grafico 4). Tale crescita è stata determinata principalmente dalla variazione delle scorte, mentre la domanda interna ha fornito un contributo solo contenuto e l'interscambio netto ha avuto un forte impatto negativo. I dati più recenti per il terzo trimestre indicano il protrarsi di una debole crescita del prodotto¹. A luglio e ad agosto la produzione industriale dell'area dell'euro è diminuita dello 1,0 per cento rispetto al livello osservato nel secondo trimestre, principalmente a causa della minore produzione nel settore dei beni di investimento. Tuttavia, la produzione nei servizi a luglio è cresciuta dello 0,3 per cento sul mese precedente, a indicare una capacità di tenuta ancora solida del settore dei servizi rispetto alla manifattura. I dati delle indagini più aggiornati, relativi all'intero terzo trimestre, confermano per quel periodo condizioni di crescita lenta, o persino di calo del prodotto. Nel terzo trimestre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro è entrato in territorio di contrazione, riflettendo la diminuzione registrata nell'indice PMI sia per la manifattura sia per i servizi. Le aspettative delle imprese e i nuovi ordinativi, già su livelli contenuti, hanno subito un ulteriore deterioramento, a segnalare prospettive negative per il settore industriale nel prossimo futuro (cfr. il pannello a) del grafico 5). Nel terzo trimestre l'indice PMI per l'attività nel comparto dei servizi si è portato al di sotto della soglia di crescita 50, a indicare il calo dell'attività (cfr. il pannello b) del grafico 5). Analogamente a quanto osservato nell'attività industriale, anche i nuovi ordinativi e il livello delle aspettative delle imprese hanno subito un calo².

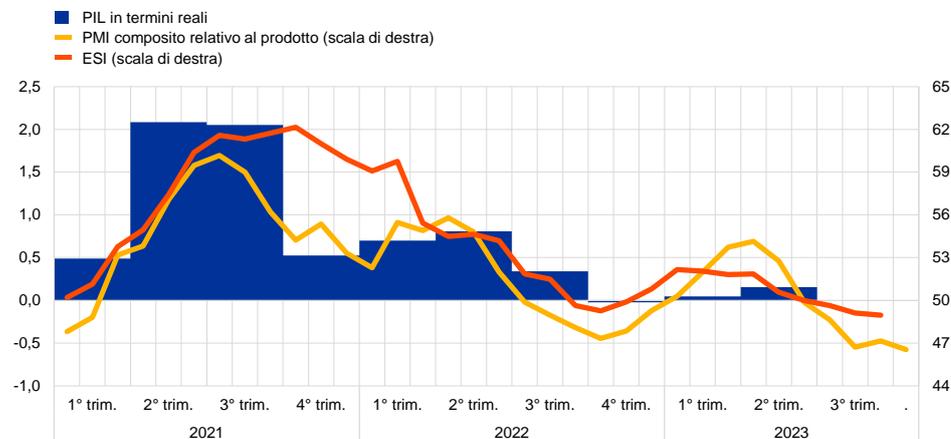
¹ Secondo la stima rapida preliminare diffusa dall'Eurostat il 31 ottobre, nel terzo trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dello 0,1 per cento. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di ottobre.

² Cfr. il riquadro 5 *Fattori alla base del recente andamento delle aspettative delle imprese sull'attività dei diversi settori* in questo numero del Bollettino.

Grafico 4

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

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



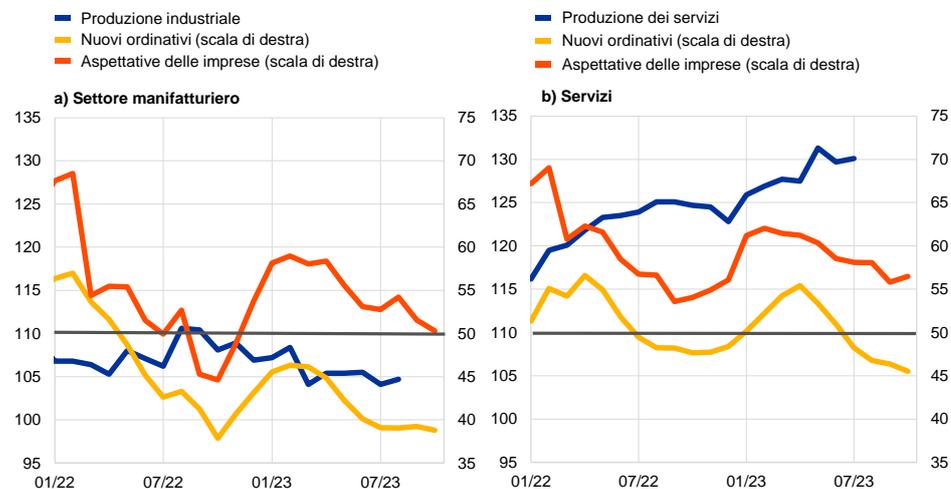
Fonti: Eurostat, Commissione europea, S&P Global Market Intelligence ed elaborazioni della BCE.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e ridefinito in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per il PIL in termini reali, a settembre 2023 per l'ESI e a ottobre 2023 per il PMI composito relativo al prodotto.

Grafico 5

Indicatori della produzione e PMI relativi a diversi settori dell'economia

(indice: 2015=100; indice di diffusione)



Fonti: Eurostat e S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2023 per la produzione nel settore dei servizi, ad agosto 2023 per la produzione industriale e a ottobre 2023 per gli indici dei responsabili degli acquisti.

Si prevede che nell'ultimo trimestre dell'anno il prodotto dell'area dell'euro continui a mostrarsi debole. Le evidenze emerse dai contatti degli esperti della BCE in ottobre con società operanti nel settore non finanziario suggeriscono che l'attività rimarrà debole nell'ultimo trimestre dell'anno (cfr. il riquadro 6 in questo numero del Bollettino). Anche i dati di ottobre dell'indice PMI mostrano ancora segnali di contrazione nell'andamento del settore manifatturiero, a seguito del crescente impatto della debolezza dell'interscambio mondiale e del vigore della trasmissione della politica monetaria. Anche le aspettative sui nuovi ordinativi e

sull'attività futura delle imprese nel settore manifatturiero sono peggiorate a ottobre. Le circostanze sono sostanzialmente paragonabili a quelle del comparto dei servizi, con la maggior parte degli indicatori PMI che segnalano un ulteriore rallentamento nel quarto trimestre.

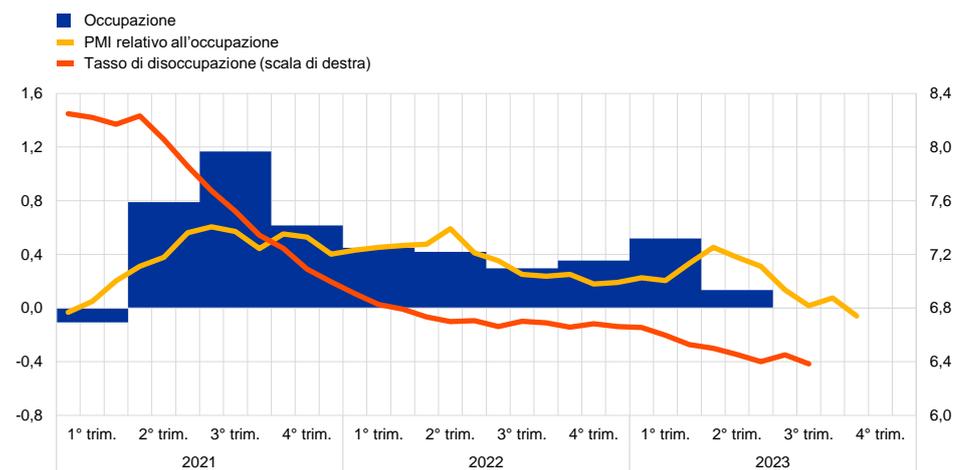
Il mercato del lavoro continua a mostrare capacità di tenuta, malgrado gli indicatori più recenti forniscano segnali di raffreddamento, a causa di un'attività economica più debole.

Durante la prima metà dell'anno la crescita dell'occupazione si è confermata vigorosa, con un tasso trimestrale medio pari allo 0,3 per cento. Il tasso di disoccupazione ad agosto è sceso al 6,4 per cento (cfr. il grafico 6). Queste dinamiche sono state sostenute da un aumento delle forze di lavoro, generalizzato tra i diversi gruppi demografici. La crescita delle forze di lavoro è stata particolarmente robusta per i lavoratori più anziani e per quelli con livelli di istruzione elevati, benché si evidenzino anche un aumento del tasso di partecipazione dei lavoratori con bassi livelli di istruzione negli ultimi trimestri (e anche rispetto alle tendenze passate). L'alto numero di occupati nella prima metà del 2023 cela il protrarsi della contrazione dell'orario di lavoro, dovuto al perdurare di elevati livelli di assenze per malattia e ad alcuni fenomeni di accaparramento di manodopera. È probabile che nella seconda metà dell'anno l'indebolimento dell'attività economica si tradurrà in una flessione della dinamica del lavoro. Le aspettative sulla disoccupazione formulate dai previsori professionali sono aumentate, indicando la probabilità di un aumento del tasso di disoccupazione nel prossimo anno.

Grafico 6

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) è espresso in termini di deviazione da 50 divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per l'occupazione, a ottobre 2023 per il PMI relativo all'occupazione e ad agosto 2023 per il tasso di disoccupazione.

L'indicatore PMI relativo all'occupazione per l'intera economia suggerisce un rallentamento della dinamica nel secondo semestre dell'anno. A ottobre l'indicatore PMI complessivo si è collocato a 49,4, segnalando una flessione per la

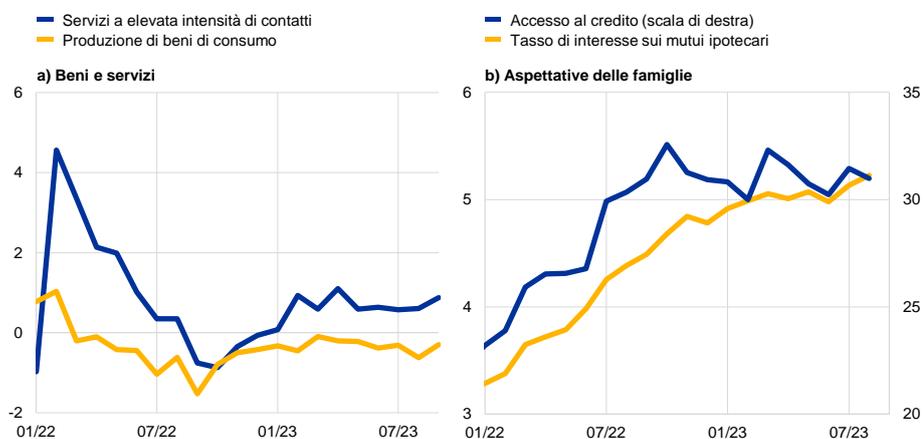
prima volta da gennaio 2021. L'indicatore PMI relativo all'occupazione dei settori manifatturiero e delle costruzioni si è mantenuto in territorio di contrazione. A ottobre l'indicatore per i servizi era pari a 50,5, a indicare che si stanno creando meno posti di lavoro in tale settore, che è stato uno dei principali motori della crescita dell'occupazione nell'ultimo anno.

Si prevede che i consumi privati siano rimasti deboli nel terzo trimestre, di riflesso all'ulteriore contrazione della spesa per beni. A luglio e ad agosto le vendite al dettaglio sono state, in media, inferiori dello 0,6 per cento rispetto al livello del secondo trimestre. Nel terzo trimestre, al contempo, le immatricolazioni di nuove autovetture hanno registrato una ripresa, sostenute dalle vendite di automobili elettriche, la cui quota di mercato ha superato il 20 per cento per la prima volta, principalmente per effetto dei ritardi su ordini pregressi. Sul fronte dei servizi, i dati qualitativi più recenti segnalano prospettive più favorevoli per i servizi a elevata intensità di contatti rispetto alla spesa per beni di consumo, soprattutto nel breve termine. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è sceso lievemente a ottobre, proseguendo l'andamento osservato ad agosto e a settembre, e rimanendo al di sotto della propria media di lungo periodo. La domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti non aveva ancora registrato alcuna correzione consistente al ribasso a partire da maggio 2023. Secondo l'indagine condotta dalla Commissione europea presso i consumatori e le imprese per il mese di settembre, la domanda di servizi a elevata intensità di contatti si è mantenuta al di sopra della propria media storica in tale mese (cfr. il pannello a) del grafico 7). Per contro, le aspettative in merito agli acquisti di importo rilevante sono ulteriormente peggiorate e, in linea con le attese sull'attività del commercio al dettaglio, rimangono al di sotto dei livelli medi per il lungo periodo. Verosimilmente, la trasmissione all'economia reale delle più rigide condizioni di finanziamento limiterà la richiesta di prestiti da parte delle famiglie e manterrà elevati gli incentivi al risparmio e modesta la crescita della spesa per consumi nel breve periodo. L'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE ad agosto, rileva che i consumatori si attendono che i tassi di interesse dei mutui ipotecari continuino a salire e la quota di intervistati che si attende maggiori difficoltà a ottenere credito in futuro resta elevata (cfr. il pannello b) del grafico 7).

Grafico 7

Attese sulla produzione manifatturiera e sulla domanda di servizi e aspettative delle famiglie sull'accesso al credito

(saldi percentuali, valori percentuali)



Fonti: Commissione europea e indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023 per il pannello a) e ad agosto 2023 per il pannello b). L'accesso al credito denota la quota di intervistati che si attende condizioni creditizie più restrittive.

È atteso un ulteriore indebolimento degli investimenti delle imprese nel terzo trimestre, con l'attività frenata da una carenza di domanda e da condizioni di finanziamento più restrittive.

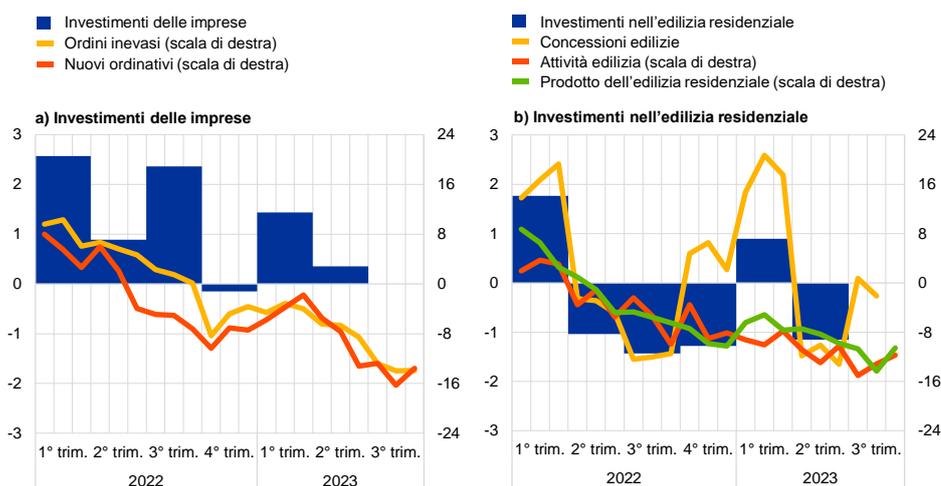
Nel secondo trimestre del 2023 gli investimenti complessivi in beni diversi dalle costruzioni sono cresciuti dello 0,7 per cento sul trimestre precedente, ma la percentuale al netto degli investimenti immateriali volatili in Irlanda sarebbe stata pari allo 0,4 per cento. I dati a breve termine e quelli desunti dalle indagini disponibili segnalano un ulteriore indebolimento nel terzo trimestre, giacché la produzione di beni di investimento a luglio e ad agosto è diminuita rispetto al trimestre precedente. Il PMI relativo al prodotto, ai nuovi ordinativi e agli ordini inevasi nel settore dei beni di investimento ha continuato a scendere nel terzo trimestre, fino a livelli inferiori a quelli osservati nel periodo precedente (cfr. il pannello a) del grafico 8). Nonostante il lieve miglioramento del clima di fiducia nel settore manifatturiero e del PMI sui nuovi ordinativi, entrambi gli indicatori sono rimasti in territorio negativo a settembre, dati i vincoli cui sono stati soggetti gli investimenti delle imprese a causa della carenza di domanda e delle condizioni di finanziamento più restrittive. Dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2023 emerge che nel terzo trimestre la domanda da parte delle imprese di prestiti per investimenti fissi è rimasta molto modesta. Inoltre, le evidenze desunte dai contatti degli esperti della BCE nel mese di ottobre con società operanti nel settore non finanziario indicano che i tassi di interesse più elevati stanno causando un parziale posticipo degli investimenti in capitale, che potrebbe determinare un minore investimento annuo negli anni a venire. I produttori di beni di investimento e di beni intermedi hanno inoltre dichiarato che i maggiori costi di finanziamento stavano comportando una riduzione della domanda e quindi una minore esigenza di mantenere o ampliare la capacità produttiva. Nel medio periodo, gli investimenti nei settori dei trasporti, dell'elettricità, del gas e dell'aria condizionata, oltre che nell'istruzione, dovrebbero beneficiare di piani di investimento a più lungo termine nella digitalizzazione e con finalità ecologiche, comprese le tecnologie volte a

migliorare l'efficienza energetica. Queste tipologie di investimenti saranno sostenute anche dai fondi del Next Generation EU (NGEU).

Grafico 8

Investimenti delle imprese e nel settore dell'edilizia residenziale e indicatori di breve periodo

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; deviazioni dalla media)



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

Note: gli investimenti delle imprese sono approssimati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni e non comprendono i prodotti di proprietà intellettuale irlandesi. Gli investimenti delle imprese e il PMI relativo agli ordini inevasi e ai nuovi ordinativi (indagine della Commissione europea sul clima di fiducia delle imprese) per i beni di investimento sono espressi come deviazioni da 50 (media del periodo 1985-2019). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per gli investimenti e a settembre 2023 per le altre variabili. L'indice relativo alla produzione nell'attività edilizia è definito come variazione percentuale rispetto al livello medio nel trimestre precedente. L'indice della Commissione europea relativo all'attività di costruzione edilizia negli ultimi tre mesi è calcolato come variazione in rapporto al livello medio nel quarto trimestre del 2021. L'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale (cioè costruzioni di abitazioni) è espresso come deviazione da 50. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per gli investimenti, ad agosto per la produzione nell'attività edilizia e a settembre 2023 per tutte le altre variabili.

Si stima che nel terzo trimestre gli investimenti nell'edilizia residenziale abbiano subito una contrazione, in un contesto di debolezza della domanda e di condizioni di finanziamento restrittive. Tale calo amplifica una perdita cumulata degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale di circa il 4 per cento fra il primo trimestre del 2022 e il secondo del 2023, confermata da indicatori sia quantitativi sia qualitativi. Riguardo agli indicatori quantitativi, il numero di concessioni rilasciate per l'edilizia residenziale — un indicatore anticipatore dell'attività nel settore delle costruzioni — è sceso significativamente nell'ultimo anno, raggiungendo il suo punto minimo su un periodo di 8 anni a giugno 2023 (senza tenere conto dei lockdown pandemici di aprile e maggio 2020). Inoltre, il numero di nuove imprese di costruzioni registrate a luglio e ad agosto si è collocato, in media, sotto il livello osservato nel secondo trimestre del 2023. A luglio e ad agosto il prodotto nel settore delle costruzioni ha registrato un livello dello 0,3 per cento inferiore rispetto alla media del secondo trimestre. In termini di indicatori qualitativi, l'indice PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale nel terzo trimestre si è ulteriormente ridotto, al di sotto della soglia compatibile con un'espansione (cfr. il pannello b) del grafico 8). Nello stesso periodo l'indice della Commissione europea per l'attività edilizia relativa ai tre mesi precedenti ha registrato il sesto calo consecutivo. Ciò ha riflesso il calo della domanda e le condizioni finanziarie restrittive, nonostante il miglioramento derivante

dall'attenuazione delle carenze di materiali. In prospettiva, le indagini condotte dalla BCE segnalano una dinamica modesta dell'attività nel quarto trimestre, in un contesto in cui il rialzo dei tassi sui mutui ipotecari e gli elevati costi di costruzione gravano, rispettivamente, sull'accessibilità economica alle abitazioni e sulla loro redditività. Secondo l'indagine CES la percezione delle famiglie circa la bontà dell'investimento in edilizia residenziale ha toccato il suo punto minimo a gennaio, pur continuando a rimanere modesta ancora a settembre. Inoltre, dai contatti intervenuti a ottobre tra gli esperti della BCE e società operanti nel settore non finanziario emerge che le imprese edili hanno registrato una contrazione dell'attività e degli ordini a causa delle elevate pressioni dal lato dei costi e dei più alti tassi di interesse.

I volumi delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero crescere a un ritmo modesto nel terzo trimestre, a causa dell'indebolimento

dell'interscambio mondiale. La dinamica delle esportazioni di beni all'esterno dell'area (basata su tassi di crescita degli ultimi tre mesi disponibili sui tre mesi precedenti) ha perso vigore ad agosto, a causa della debolezza dell'interscambio mondiale che ha frenato la domanda di beni prodotti nell'area dell'euro e i prezzi persistentemente elevati dell'energia che hanno gravato sulla competitività. Il deprezzamento dell'euro a partire da luglio contribuirà ad attenuare le pressioni concorrenziali, ma è probabile che il rafforzamento della competitività non sarà generalizzato. Sebbene, a livello aggregato, gli ordini invece delle imprese in estate fossero già tornati ai livelli precedenti la pandemia, permane una certa eterogeneità tra settori. In molti dei principali settori — autoveicoli, elaborazione di dati (computer), macchinari e apparecchiature elettriche — numerose aziende segnalano ancora carenze di offerta, suggerendo di risentire ancora dell'impatto dei passati shock dal lato dell'offerta. Il riassorbimento di tali shock dovrebbe rinvigorire l'andamento delle esportazioni. La dinamica dei volumi importati ha segnato un ulteriore calo ad agosto, di riflesso alla debole domanda interna e ai bassi livelli delle scorte. Gli indicatori anticipatori confermano prospettive modeste per i volumi delle esportazioni dell'area dell'euro nel breve periodo, mentre i dati qualitativi delle indagini relativi al mese di settembre mostrano che i nuovi ordinativi dall'estero di beni e servizi continuano a registrare una contrazione.

Oltre il breve periodo la crescita del PIL dovrebbe gradualmente rafforzarsi.

È probabile che l'economia rimanga debole nella parte restante dell'anno. Tuttavia, con l'ulteriore diminuzione dell'inflazione, la ripresa dei redditi reali delle famiglie e l'aumento della domanda per le esportazioni dell'area dell'euro, l'attività dovrebbe rafforzarsi nei prossimi anni.

3 Prezzi e costi

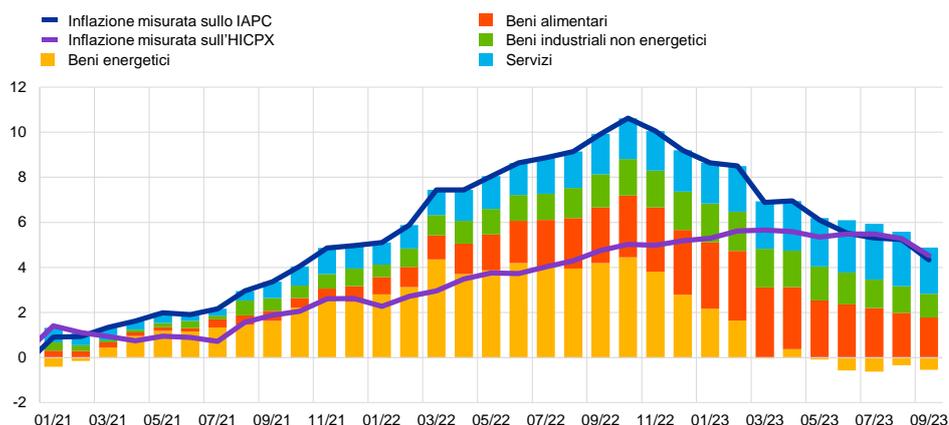
Secondo i dati più recenti dell'Eurostat, a settembre 2023 l'inflazione è scesa al 4,3 per cento, dal 5,2 di agosto³, in maniera generalizzata. È probabile che l'inflazione subirà ulteriori diminuzioni nel breve periodo, visto che i forti aumenti di prezzo registrati nell'autunno del 2022 nella componente energetica e in quella dei beni alimentari verranno meno nei tassi sui dodici mesi. Nel contempo, l'andamento dei prezzi dei beni energetici è diventato più incerto alla luce delle nuove tensioni geopolitiche. A settembre l'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare è diminuita al 4,5 per cento, dal 5,3 di agosto, favorita dal miglioramento delle condizioni dell'offerta, dalla trasmissione dei precedenti ribassi delle quotazioni dell'energia e dall'effetto della politica monetaria più restrittiva sulla domanda e sui prezzi fissati dalle imprese. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo ha continuato a diminuire, ma le spinte interne sui prezzi restano forti, riflettendo anche la crescente importanza degli incrementi salariali. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano per lo più intorno al 2 per cento, ma alcune si sono mantenute elevate e vanno seguite con attenzione.

A settembre il tasso di inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurato dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), era pari al 4,3 per cento (cfr. il grafico 9). Il calo rispetto al 5,2 per cento di agosto riflette le diminuzioni osservate in tutte le componenti principali, dovute in parte a effetti base delle singole sottocomponenti, in quanto la forte dinamica registrata a settembre 2022 rispetto al mese precedente non rientra più nel calcolo del tasso sui dodici mesi. Gli effetti base riguardano i beni energetici e quelli alimentari, ma anche alcune componenti dell'inflazione di fondo.

Grafico 9

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

³ La stima preliminare dell'Eurostat per ottobre, pubblicata dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo numero del Bollettino (25 ottobre), ha evidenziato una diminuzione dell'inflazione complessiva dal 4,3 al 2,9 per cento.

L'inflazione della componente energetica a settembre si è mantenuta negativa, principalmente a causa di effetti base al ribasso (cfr. il grafico 10). Il tasso di variazione sui dodici mesi è sceso ulteriormente in territorio negativo (al -4,6 per cento, dal -3,3 di agosto), principalmente a causa del prezzo del gas (misurato in termini di indice dei prezzi del gas nello IAPC), che ha continuato a scendere, collocandosi a un livello del 26,6 per cento inferiore rispetto al picco raggiunto a ottobre 2022. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'energia elettrica si è mantenuto negativo, a differenza di quello dei prezzi dei carburanti, tornato positivo negli ultimi mesi, dopo la precedente impennata. Le pressioni all'origine sui prezzi dei beni energetici hanno continuato a diminuire, con una crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione di tali beni pari al -30,7 per cento ad agosto 2023, in calo rispetto al picco del 117,3 per cento registrato nello stesso mese dell'anno precedente.

La componente alimentare ha registrato un'ulteriore diminuzione a settembre, dal 9,7 per cento di agosto all'8,8, pur confermandosi su livelli elevati, a causa degli effetti residui di shock passati (cfr. il grafico 10). Tale calo è riconducibile a una flessione nella dinamica dei prezzi dei beni alimentari, sia freschi, sia trasformati. L'inflazione di questi ultimi si è attenuata dal 10,3 per cento di agosto al 9,4, mentre per la componente dei prodotti alimentari freschi si è osservata una diminuzione dal 7,8 al 6,6 per cento. A settembre le variazioni sul mese precedente relative ai beni alimentari freschi sono state coerenti con la loro media storica, mentre la diminuzione per gli alimentari lavorati è stata minore del solito. Con il progressivo venir meno dell'impatto delle precedenti pressioni sui costi, derivanti dai prezzi degli input energetici e alimentari, dovrebbe proseguire la flessione dell'inflazione dei beni alimentari.

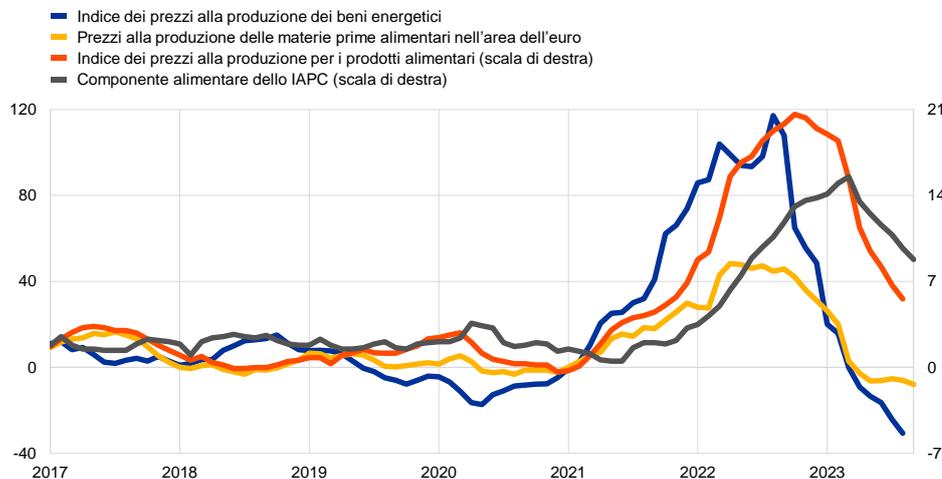
L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è diminuita, passando dal 5,3 per cento di agosto al 4,5 a settembre.

Relativamente alle sue componenti, l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è scesa dal 4,7 al 4,1 per cento, di riflesso al graduale venir meno dell'effetto di shock passati. A settembre l'inflazione della componente dei servizi è diminuita al 4,7 per cento, dal 5,5 di agosto, ma tale flessione può essere in parte attribuita al venir meno dell'effetto base al rialzo sui prezzi dei trasporti dello scorso anno dopo la sospensione della tariffa agevolata sui biglietti del trasporto pubblico in Germania. Nel contempo, il calo dell'inflazione dei servizi è stato anche determinato da un rallentamento degli andamenti dei prezzi di alcuni servizi ad alta intensità di contatti (quali attività di ristorazione e alloggio).

Grafico 10

Costi degli input energetici e alimentari e prezzi dei beni alimentari nello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

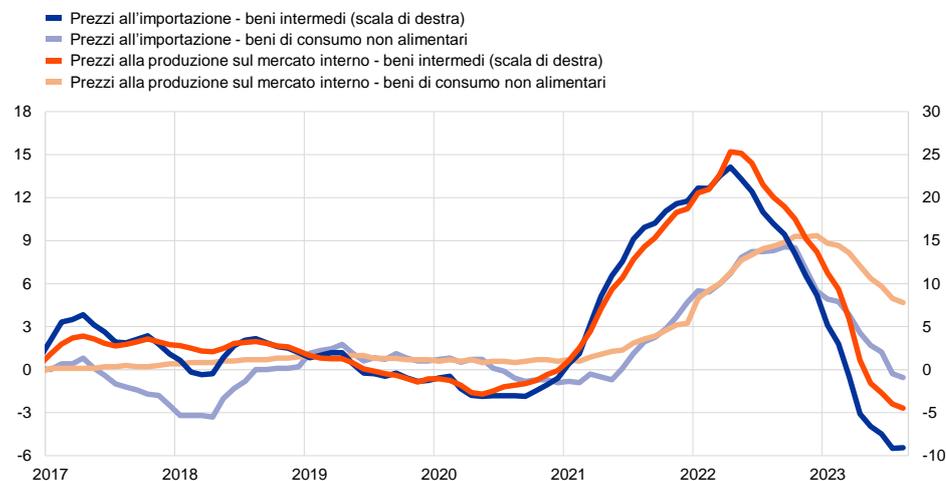
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023 per gli indici dei prezzi alla produzione e a settembre 2023 per i prezzi alla produzione delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e i beni alimentari nello IAPC.

Le pressioni inflazionistiche hanno continuato a perdere incisività lungo tutta la catena di formazione dei prezzi (cfr. il grafico 11). Ai primi stadi della catena la crescita dei prezzi alla produzione dei beni intermedi sul mercato interno si è confermata negativa ad agosto (-4,5 per cento, dopo aver segnato -4,0 a luglio); lo stesso si è avuto con maggiore intensità nell'inflazione all'importazione di beni intermedi (-9,1 per cento, dopo il -9,2 di luglio). Agli stadi successivi l'inflazione alla produzione di beni di consumo non alimentari ha subito un'ulteriore flessione, dal 5 al 4,7 per cento tra luglio e agosto, con un calo dal -0,3 al -0,6 per cento della corrispondente inflazione all'importazione. Nel segmento dei beni di consumo alimentari si è osservata un'analoga moderazione della dinamica dei prezzi alla produzione e all'importazione. Ciò conferma il graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche sui prezzi al consumo, sia per i beni industriali non energetici, sia per i prodotti alimentari trasformati. Il rafforzamento dell'euro nel corso degli ultimi mesi continua a incidere sull'entità e sulla dinamica dei prezzi all'importazione, a sua volta contribuendo ad allentare le pressioni sui prezzi.

Grafico 11

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

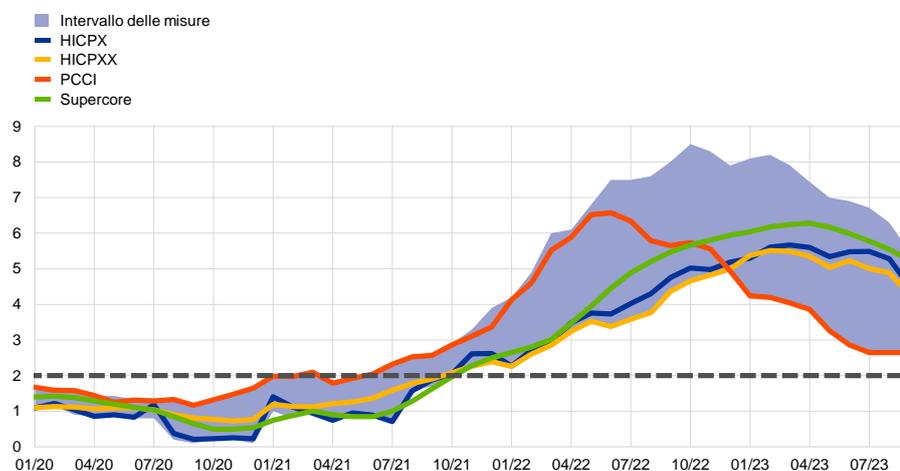
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro ha continuato a diminuire, di riflesso all'attenuarsi dell'impatto di shock precedenti, nonché all'orientamento restrittivo della politica monetaria (cfr. il grafico 12). Sembra che una serie di misure abbia raggiunto il picco. Da luglio la misura sulla componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) si è stabilizzata al 2,6 per cento. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa dal 5,3 per cento di agosto al 4,5 di settembre e nello stesso periodo anche la misura sullo IAPC che oltre ai beni energetici e alimentari esclude le voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) ha continuato a diminuire, passando dal 4,9 al 4,3 per cento. Queste due flessioni, relativamente marcate, riflettono in parte effetti base legati ai prezzi dei servizi di trasporto. Anche l'indicatore Supercore, costituito da voci dello IAPC sensibili al ciclo, ha confermato un costante andamento al ribasso, scendendo dal 5,5 per cento di agosto al 5,2 a settembre. Poiché le pressioni salariali hanno acquisito rilevanza, il tasso di inflazione interna si è confermato elevato, seppure comunque in calo: a settembre era pari al 5,2 per cento, in confronto al 5,4 registrato ad agosto. Nel complesso, mentre la flessione delle misure dell'inflazione di fondo riflette l'attenuarsi degli effetti di shock pregressi, essa può essere anche attribuita in misura crescente all'orientamento più restrittivo della politica monetaria. Ciononostante, le forti pressioni interne sui prezzi evidenziano la crescente importanza degli incrementi salariali.

Grafico 12

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo delle misure dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, HICPX, HICPXX, medie troncate del 10 e del 30 per cento, PCCI e mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia indica l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

La crescita salariale si conferma robusta, soprattutto nel settore dei servizi, sebbene il mercato del lavoro mostri segnali di raffreddamento.

Gli ultimi dati disponibili mostrano che il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è rimasto stabile, al 4,4 per cento nel secondo trimestre del 2023. Tuttavia, gli indici salariali prospettici continuano a segnalare che le pressioni sulle retribuzioni resteranno elevate per il resto dell'anno. La crescita dei salari effettivi, misurata in termini di reddito per occupato e di reddito per ora lavorata, è aumentata nel secondo trimestre del 2023, rispettivamente al 5,6 e al 5,4 per cento, dal 5,5 e 4,8 del primo trimestre. Il contributo fornito dagli utili unitari alle pressioni interne sui prezzi, misurato dal tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL, ha segnato un indebolimento nel secondo trimestre del 2023 rispetto al massimo storico raggiunto nel primo.

La maggior parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro desunti dalle indagini è rimasta più o meno invariata, a circa il 2 per cento, mentre le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati hanno subito un lieve calo, in confronto ai livelli elevati osservati nel corso dell'estate (cfr. il grafico 13).

In base all'indagine della BCE effettuata presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il quarto trimestre del 2023, le aspettative medie e mediane di inflazione a più lungo termine (per il 2028) si sono mantenute stabili al 2,1 e 2,0 per cento, rispettivamente. Le aspettative di inflazione a più lungo termine si sono collocate al 2,1 per cento anche nell'indagine di ottobre 2023 di Consensus Economics. La mediana delle aspettative a più lungo termine è rimasta invariata al 2,0 per cento nell'indagine della BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) di ottobre 2023. Nell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) relativa ad agosto 2023, le aspettative mediane per l'anno successivo sono aumentate dal 3,4

al 3,5 per cento tra luglio e agosto, mentre quelle per un orizzonte di tre anni sono aumentate dal 2,4 al 2,5 per cento⁴. Tali aumenti delle aspettative di inflazione coincidono con i rialzi dei prezzi dei carburanti che hanno caratterizzato i tempi più recenti. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) relative all'area dell'euro sono diminuite in misura marginale lungo tutta la struttura per scadenze nel periodo in esame. Per le scadenze a breve, verso la fine di ottobre il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale era pari al 2,5 per cento, collocandosi a un livello inferiore di 15 punti base rispetto all'inizio del periodo. Ciò è da ricondurre principalmente al calo dei premi per il rischio di inflazione, in quanto il tasso a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è diminuito di circa 10 punti base, al 2,5 per cento, sebbene misure analoghe statunitensi abbiano registrato un aumento.

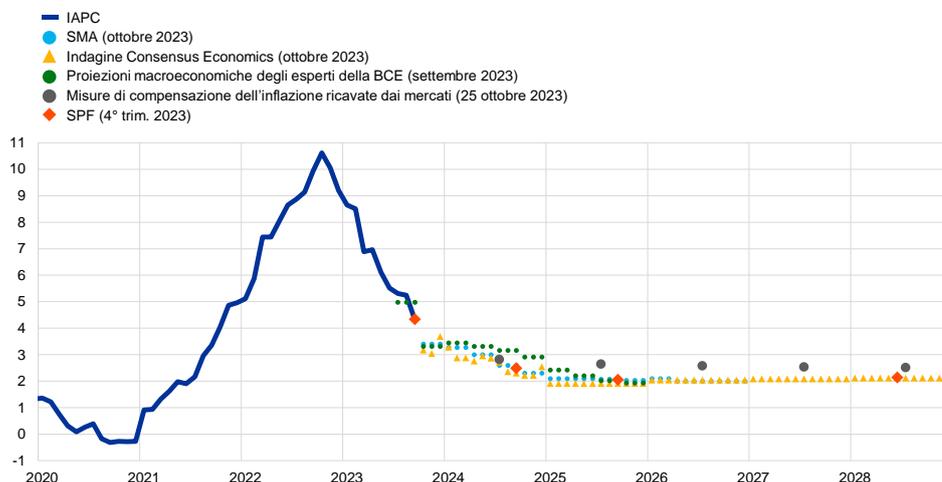
⁴ Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB Consumer Expectations Survey results – August 2023* dell'11 ottobre 2023.

Grafico 13

Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

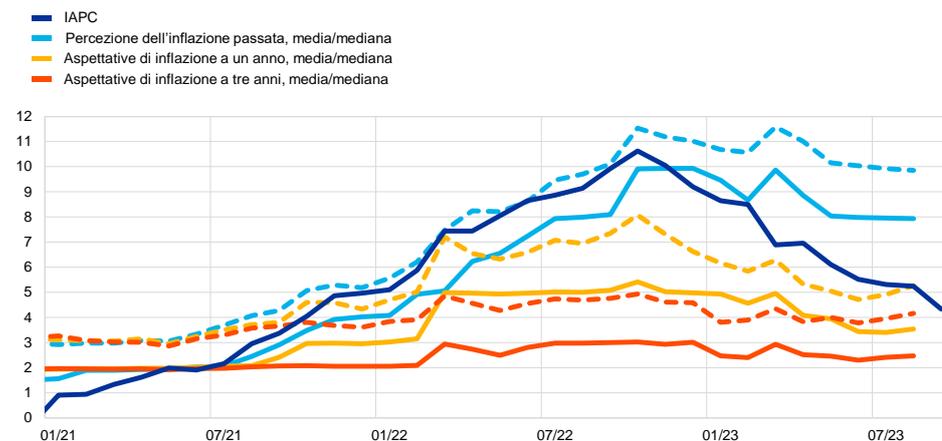
a) Inflazione complessiva, indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini, proiezioni sull'inflazione e misure di compensazione dell'inflazione desunte dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, indagine CES, indagine SPF, indagine SMA, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023*, ed elaborazioni della BCE.

Note: la serie relativa alle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno, sui tassi a termine a un anno su un orizzonte di un anno, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 25 ottobre 2023. L'indagine SPF relativa al quarto trimestre del 2023 è stata svolta tra il 29 settembre e il 5 ottobre 2023. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a ottobre 2023. Per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 22 agosto 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023 per lo IAPC e ad agosto 2023 per l'indagine CES.

Nel periodo in esame (tra il 14 settembre e il 25 ottobre 2023), gli andamenti osservati nei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno rispecchiato le aspettative di tassi di riferimento a breve termine stabili, mentre i tassi a più lungo termine sono aumentati. In seguito alla decisione di politica monetaria, adottata a settembre dal Consiglio direttivo, di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE, il segmento a breve della curva dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro ha subito variazioni solo marginali, riflettendo le attese degli operatori di mercato secondo cui i tassi di riferimento avrebbero raggiunto i valori massimi, mentre i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area si sono collocati su livelli notevolmente superiori dopo la riunione di settembre, in gran parte di riflesso alle esternalità provenienti dal mercato statunitense. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti in linea con i tassi privi di rischio, con i differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato italiani che sono in qualche misura aumentati. Gravati dall'incremento dei tassi di sconto a più lungo termine, i corsi azionari sono diminuiti in particolare per le società non finanziarie, mentre i differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono lievemente aumentati, soprattutto per il segmento ad alto rendimento. Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio. L'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente dagli inizi di ottobre, pur determinando un'accresciuta volatilità dei mercati, ha avuto nel complesso un impatto limitato sui mercati finanziari dell'area dell'euro.

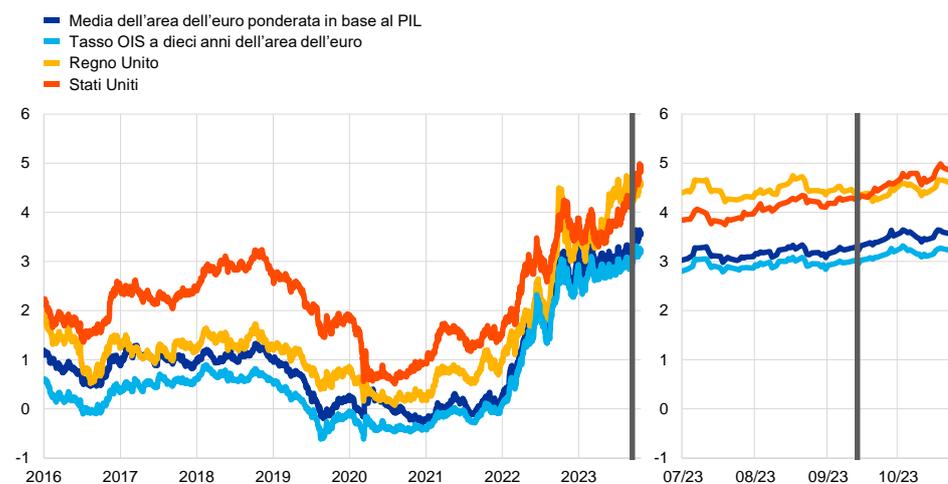
I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno concluso il periodo in esame sostanzialmente in linea con i livelli osservati intorno alla riunione del Consiglio direttivo di settembre, mentre i tassi a più lungo termine privi di rischio si sono collocati su livelli notevolmente più elevati. Nel corso del periodo in esame il tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) è stato pari, in media, a 387 punti base. Dopo la decisione di politica monetaria, adottata a settembre dal Consiglio direttivo, di innalzare di 25 punti base i tre tassi di riferimento della BCE, la curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sul tasso di riferimento €STR, è rimasta sostanzialmente stabile per le scadenze a breve termine. Nel complesso del periodo in esame i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo hanno oscillato entro un intervallo ristretto. La probabilità implicita di un ulteriore rialzo dei tassi resta pertanto prossima allo zero, di riflesso alle attese degli operatori di mercato secondo cui i tassi di riferimento avrebbero raggiunto i valori massimi. La curva suggerisce attualmente l'incorporazione di un primo ribasso di 25 punti base per la metà del 2024 e di due ulteriori riduzioni di pari entità entro la fine del medesimo anno. Mentre i tassi a breve termine privi di rischio hanno mostrato variazioni modeste, dalla riunione di settembre i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro si sono collocati su livelli più elevati, riflettendo le ripercussioni degli andamenti osservati nel mercato statunitense, malgrado una certa pressione al ribasso a seguito dell'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente agli inizi di ottobre. Il tasso nominale privo di rischio a dieci anni dell'area dell'euro, ad esempio, ha raggiunto il massimo del 3,3 per cento all'inizio di ottobre, prima di scendere al 3,2, circa, chiudendo il periodo in esame con un aumento complessivo di circa 28 punti base.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno mostrato andamenti pressoché analoghi a quelli dei tassi privi di rischio, in un contesto in cui i differenziali sui titoli di Stato si sono mantenuti complessivamente stabili (cfr. il grafico 14). Il 25 ottobre il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è collocato intorno al 3,5 per cento, circa 25 punti base al di sopra del livello registrato all'inizio del periodo in esame. I rendimenti dei titoli di Stato decennali dell'area si sono generalmente mossi in linea con i tassi a lungo termine privi di rischio. Durante il periodo in esame le variazioni dei differenziali sui titoli di Stato sono state molto contenute, con l'eccezione del differenziale italiano, che si è in qualche misura ampliato, verosimilmente per effetto di fattori idiosincratici collegati, tra le altre cose, alle notizie riguardanti le misure fiscali previste dalla legge di bilancio nazionale. Nell'area dell'euro l'incremento dei tassi a lungo termine ha seguito dinamiche analoghe a quelle osservate a livello mondiale; il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è salito di 41 punti base, raggiungendo il 4,7 per cento, e quello dei titoli di Stato del Regno Unito è aumentato di 20 punti base, portandosi al 4,5 per cento.

Grafico 14

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 settembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 25 ottobre 2023.

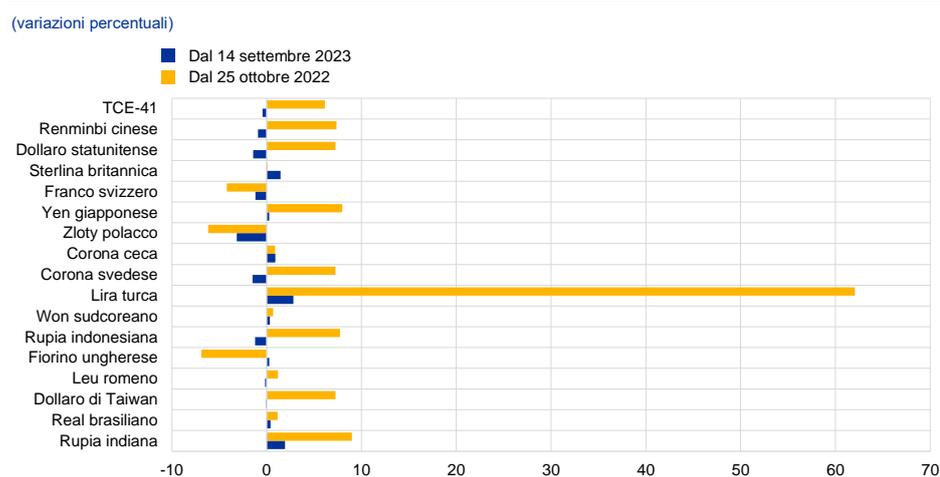
I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono in certa misura ampliati nel periodo in esame, con incrementi più pronunciati nel segmento ad alto rendimento. L'aumento dei differenziali è stato modesto per le imprese di qualità elevata (investment grade), ma più pronunciato, pari a oltre 60 punti base, per le imprese di qualità inferiore (speculative grade), a causa dei maggiori rischi di insolvenza attesi e dell'accresciuta avversione al rischio degli investitori.

I corsi azionari dell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in esame, gravati dall'incremento dei tassi di sconto a più lungo termine e dal recente intensificarsi dei rischi geopolitici. Nel periodo in esame gli indici generali del mercato azionario sono diminuiti di oltre il 6 per cento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti a fronte di più elevati tassi di sconto. Le perdite sui corsi azionari nell'area

dell'euro sono state relativamente generalizzate nei vari settori, con risultati inferiori in quei settori sensibili ai tassi di interesse, come i servizi di pubblica utilità e le telecomunicazioni, mentre il settore finanziario ha registrato risultati migliori rispetto all'indice generale. Nel complesso le quotazioni azionarie delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono diminuite di circa il 6,8 per cento, mentre quelle delle banche dell'area hanno evidenziato un calo più contenuto, pari al 3,7 per cento nel periodo in esame. Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie si sono ridotte di circa il 7 per cento per le società non finanziarie e del 9,5 per le banche. È probabile che l'inasprirsi delle tensioni in Medio Oriente dagli inizi di ottobre abbia gravato sulla generale propensione al rischio e sulla volatilità dei mercati azionari, sebbene finora con un impatto complessivamente contenuto, in quanto le iniziali perdite sui corsi azionari hanno successivamente segnato un sostanziale recupero.

Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 15). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è deprezzato dello 0,4 per cento. Quanto agli andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense (dell'1,4 per cento), nonché del renminbi cinese (dello 0,9 per cento) e del franco svizzero (dell'1,2 per cento), indebolendosi inoltre nei confronti delle divise di alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (del 3,1 per cento rispetto allo zloty polacco e dell'1,5 per cento rispetto alla corona svedese). L'euro si è apprezzato nei confronti della sterlina britannica (dell'1,4 per cento), dello yen giapponese (dello 0,3 per cento), della lira turca (del 2,8 per cento) e della rupia indiana (dell'1,9 per cento).

Grafico 15
Variazioni del tasso di cambio dell'euro rispetto ad altre valute



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 25 ottobre 2023.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

La trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria della BCE alle condizioni di finanziamento più generali si è mantenuta vigorosa. I costi della provvista bancaria e i tassi sul credito bancario sono ulteriormente aumentati, raggiungendo il livello più elevato dal 2008 per le imprese e dalla metà del 2011 per le famiglie per l'acquisto di abitazioni. Nel periodo compreso tra il 14 settembre e il 25 ottobre 2023, il significativo aumento dei tassi a lungo termine privi di rischio ha determinato il notevole incremento del costo del finanziamento sia tramite emissione di debito sul mercato sia tramite capitale di rischio per le società non finanziarie (SNF). La più recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che, nel terzo trimestre del 2023, le banche hanno ulteriormente inasprito i criteri per la concessione del credito per tutte le categorie di prestiti e la domanda da parte di imprese e famiglie è nuovamente diminuita in misura considerevole. Ad agosto e a settembre si è protratta la debole dinamica dei prestiti bancari a imprese e famiglie, in un contesto caratterizzato da tassi più elevati sui prestiti bancari, domanda di prestiti inferiore e inasprimento dei criteri di concessione del credito. La crescita della moneta sui dodici mesi è ulteriormente diminuita, per effetto degli elevati costi opportunità, della modesta espansione del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema.

I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro hanno continuato a salire, in un contesto di ulteriori aumenti dei tassi sui depositi e dei rendimenti delle obbligazioni bancarie. Ad agosto il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro è aumentato moderatamente, raggiungendo il livello più elevato da oltre dieci anni, in un contesto di crescente eterogeneità tra paesi (cfr. il pannello a) del grafico 16). Nello stesso mese, i rendimenti obbligazionari sono lievemente diminuiti, ma ciò è stato più che compensato da ulteriori aumenti a settembre e a ottobre, di riflesso all'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato (cfr. il pannello b) del grafico 16)⁵. I tassi sui depositi hanno continuato ad aumentare costantemente, con alcune variazioni tra gli strumenti e i settori. I tassi offerti alle imprese sono rimasti più elevati rispetto a quelli offerti alle famiglie, sebbene questi ultimi siano aumentati in misura più marcata ad agosto. Il differenziale tra i tassi sui depositi a termine e quelli sui depositi a vista ha continuato ad ampliarsi, riflettendo l'aumento dei tassi del mercato monetario, incentivando i depositanti a spostare ingenti volumi delle consistenze detenute dai depositi a vista a quelli a termine e ad altri strumenti con una remunerazione più elevata. Al tempo stesso, la trasmissione dai tassi di riferimento a quelli sui depositi ha continuato a variare significativamente tra paesi e banche, riflettendo principalmente differenze in termini di concorrenza, fabbisogno di liquidità e disposizioni regolamentari.

La graduale revoca delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) ha contribuito a ridurre la liquidità in eccesso in un contesto di ancora abbondante liquidità a livello sistemico. L'ammontare complessivo in

⁵ Se anche l'aumento del costo dei prestiti interbancari fosse stato incluso nel calcolo del costo composito della provvista bancaria, il totale dei costi di finanziamento avrebbe subito un aumento ancora più marcato dall'inizio del ciclo di rialzo, pur partendo da un livello inferiore.

essere delle OMRLT-III, dopo il rimborso del 27 settembre 2023, è sceso da 1.622 miliardi a 491 miliardi di euro. Tale importo è inferiore del 77 per cento rispetto all'ammontare in essere prima della ricalibrazione della remunerazione delle OMRLT-III di ottobre 2022 (2.113 miliardi di euro)⁶. Per compensare la minore liquidità offerta dalla BCE, le banche hanno incrementato le emissioni di titoli di debito e di strumenti del mercato monetario e hanno intensificato la concorrenza reciproca sui depositi innalzando la remunerazione di tali strumenti. I risparmiatori hanno spostato i depositi da banche con una remunerazione meno appetibile verso quelle che hanno aumentato i tassi sui depositi a un ritmo più sostenuto. L'emissione di obbligazioni bancarie, più costosa per le banche rispetto a depositi e OMRLT, è aumentata in termini di volume da settembre 2022, nel contesto della liquidazione delle OMRLT e del calo dei depositi a vista.

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

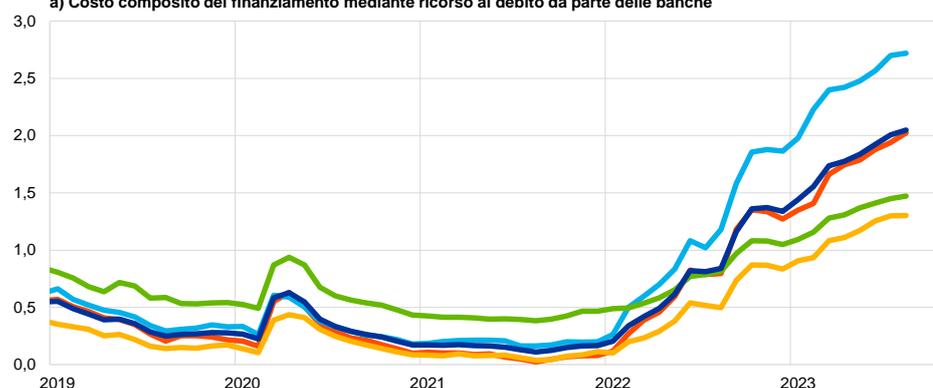
Grafico 16

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

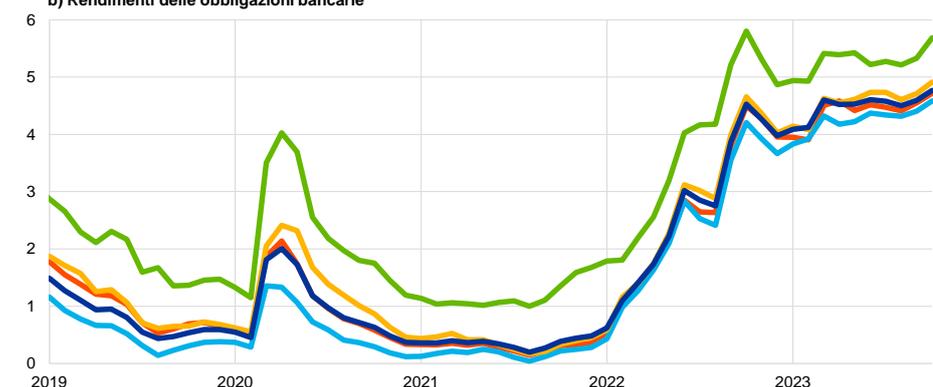
(valori percentuali sui dodici mesi)



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



b) Rendimenti delle obbligazioni bancarie



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito e al 25 ottobre 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

Ad agosto i tassi sui prestiti a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, di riflesso all'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE e all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito.

Tra gli inizi di luglio 2022 e settembre 2023 i tassi di riferimento della BCE sono aumentati in modo sostanziale e rapido, per un totale di 450 punti base. Ciò ha determinato un brusco rialzo dei tassi sui prestiti in tutti i paesi dell'area dell'euro sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. il grafico 17). I tassi bancari sui nuovi prestiti alle SNF hanno raggiunto il livello più elevato dalla fine del 2008, sebbene l'incremento di agosto sia stato più contenuto rispetto ai mesi precedenti, in un contesto di diminuzione dell'erogazione dei prestiti e di inasprimento dei criteri per la concessione del credito. I tassi sui prestiti alle imprese sono saliti al 4,99 per cento, rispetto al 4,94 di luglio 2023 e all'1,55 di maggio 2022, prima che la BCE segnalasse il primo innalzamento dei tassi nel ciclo attuale. I prestiti con un periodo di determinazione del tasso

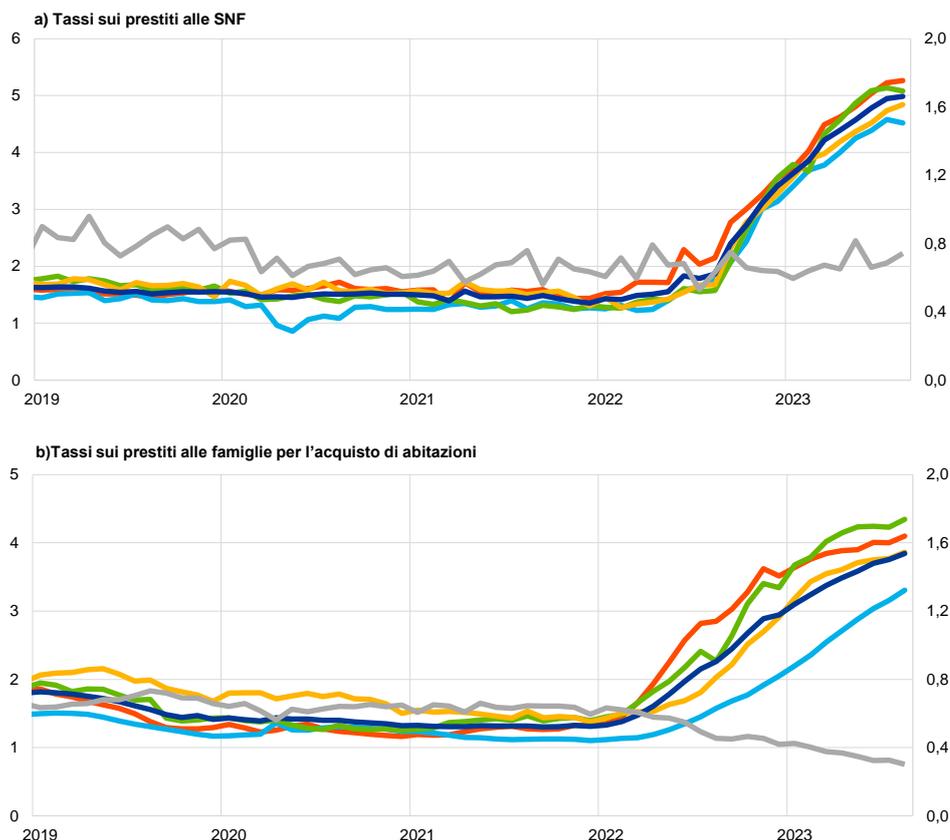
inferiore a un anno hanno apportato gli incrementi maggiori, mentre quelli con periodi di determinazione più lunghi hanno registrato un calo dei tassi ad agosto, a fronte di un'inversione della curva dei rendimenti. Anche i tassi bancari sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo e su altri prestiti sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 7,25 per cento ad agosto, il livello più elevato dalla fine del 2008, rispetto al 7,07 per cento di luglio 2023 e al 4,68 per cento di maggio 2022. Anche i tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato a salire, collocandosi al 3,85 per cento ad agosto, il livello più elevato dalla metà del 2011, rispetto al 3,76 per cento di luglio 2023 e all'1,78 per cento di maggio 2022. L'aumento di agosto è stato generalizzato tra i vari paesi e più marcato per i mutui a tasso variabile rispetto ai contratti a tasso fisso. Secondo i risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE ad agosto 2023 questi ultimi si attendono che i tassi sui mutui ipotecari si stabilizzino lievemente al di sopra dei livelli attuali nei prossimi 12 mesi, forse di riflesso allo stadio avanzato del ciclo restrittivo. Un'ampia percentuale netta dei partecipanti all'indagine ha indicato di aver percepito un inasprimento dei criteri di concessione del credito e di prevedere maggiori difficoltà nell'ottenimento di prestiti per l'acquisto di abitazioni nello stesso periodo. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti si è mantenuta su un livello basso sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 17).

Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)

■ Area dell'euro
■ Germania
■ Francia
■ Italia
■ Spagna
■ Deviazione standard fra paesi (scala di destra)



Fonte: BCE.

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

Nel periodo compreso tra il 14 settembre e il 25 ottobre 2023 il costo per le SNF sia del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato sia del finanziamento azionario è aumentato significativamente. Ad agosto 2023 il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è aumentato di 10 punti base rispetto al mese precedente, collocandosi al 6,3 per cento (cfr. il grafico 18)⁷. Ciò è il risultato di un incremento del costo del capitale di rischio nonché, in misura minore, del costo dell'emissione di debito sul mercato (determinato da un ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni sia nel segmento investment grade sia in quello ad alto rendimento) e del costo dei prestiti bancari a breve termine. Nello stesso periodo, il costo dei prestiti bancari a lungo termine è diminuito e ha pertanto compensato in parte l'aumento delle altre componenti del

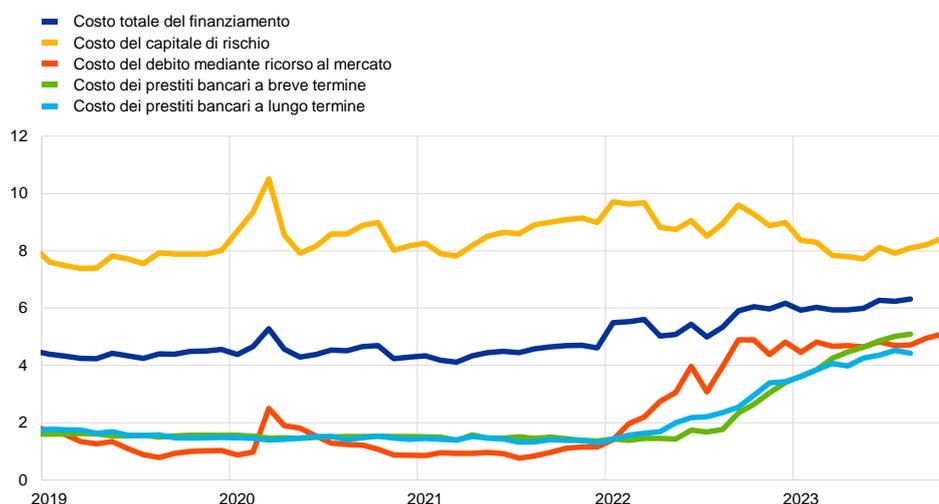
⁷ A causa del ritardo con cui si rendono disponibili i dati relativi agli oneri dei prestiti bancari, i dati sul costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino ad agosto 2023.

costo del finanziamento. Ad agosto, di conseguenza, il costo complessivo del finanziamento si è confermato prossimo agli elevati livelli registrati a settembre 2022 e osservati in precedenza a fine 2011. Nel periodo di riferimento il forte aumento dei tassi a lungo termine privi di rischio è stato il principale fattore all'origine del notevole incremento del costo dell'emissione di debito sul mercato. L'ulteriore ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie, più pronunciato nel segmento ad alto rendimento (cfr. la sezione 4), ha contribuito all'aumento del costo del debito sul mercato. Al tempo stesso, il significativo incremento del costo del capitale di rischio è stato quasi interamente determinato dal più elevato tasso privo di rischio (approssimato dal tasso overnight index swap a dieci anni) e, in una certa misura, dal lieve aumento del premio per il rischio azionario.

Grafico 18

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le 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 si riferiscono al 25 ottobre 2023 per il costo del debito emesso sul mercato e il costo del capitale di rischio (dati giornalieri) e ad agosto 2023 per il costo totale del finanziamento e il costo dei prestiti bancari (dati mensili).

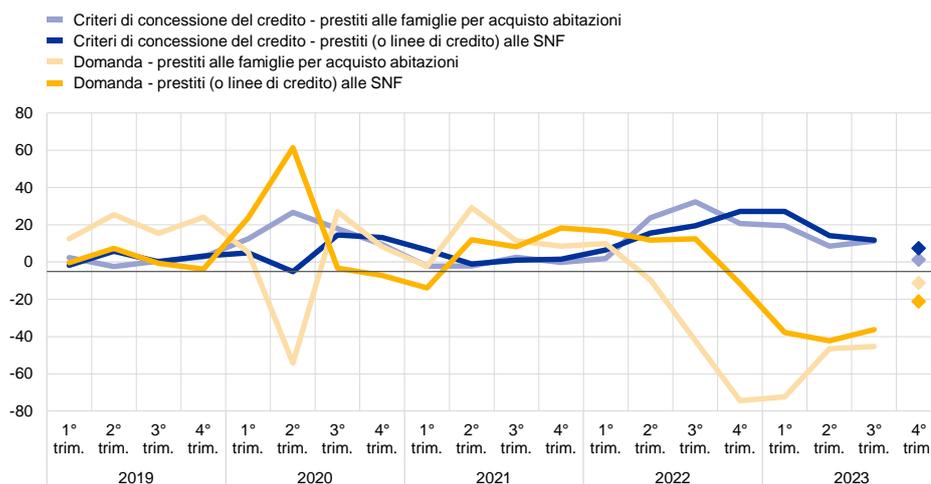
In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di ottobre 2023, i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese sono divenuti notevolmente più restrittivi nel terzo trimestre del 2023 (cfr. il grafico 19). L'inasprimento cumulato a partire dall'inizio del 2022 è sostanziale e coerente con il marcato indebolimento in atto della dinamica del credito. I rischi legati alla situazione specifica delle singole imprese e alle prospettive economiche sono rimasti i principali fattori alla base dell'inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese, di riflesso ai maggiori rischi di credito in un contesto di crescenti costi per il servizio del debito sostenuti dalle imprese e di debole crescita economica. A tale irrigidimento, dovuto principalmente a posizioni di liquidità inferiori, hanno contribuito anche la minore tolleranza al rischio delle banche, l'aumento dei costi della provvista bancaria e il peggioramento dei bilanci degli intermediari. Le banche dell'area dell'euro si

attendono un ulteriore inasprimento dei criteri di erogazione del credito alle imprese nel quarto trimestre del 2023, seppur a un ritmo più moderato.

Grafico 19

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

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



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

Note: per SNF si intendono le società non finanziarie. Per i quesiti sui criteri di concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "notevole aumento" e "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno risposto "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023.

Nel terzo trimestre del 2023 le banche hanno segnalato un ulteriore inasprimento netto dei criteri per la concessione del credito alle famiglie, di gran lunga superiore alle precedenti aspettative. Quanto ai mutui per l'acquisto di abitazioni, il ritmo di irrigidimento netto è aumentato rispetto al secondo trimestre, principalmente a causa dei maggiori rischi percepiti in relazione alle prospettive economiche e alla situazione specifica dei prenditori, unitamente alla minore tolleranza al rischio da parte delle banche. Anche i criteri per la concessione di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti si sono ulteriormente inaspriti, sebbene a un ritmo lievemente più moderato. Per il quarto trimestre del 2023 le banche dell'area dell'euro si attendono che i criteri per la concessione del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rimangano sostanzialmente invariati, mentre per il credito al consumo e le altre tipologie di prestiti alle famiglie è atteso un ulteriore inasprimento netto.

Le banche hanno segnalato un notevole calo della domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie nel terzo trimestre del 2023, superiore alle loro precedenti aspettative. Il calo della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato determinato principalmente dall'aumento dei tassi di interesse e dai minori investimenti fissi. Per i mutui per l'acquisto di abitazioni la contrazione è stata determinata da tassi di interesse più elevati e, in misura minore, dall'indebolimento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali e dai bassi livelli di fiducia

dei consumatori. Per il quarto trimestre del 2023 le banche si attendono un'ulteriore, benché meno pronunciata, flessione netta della domanda di prestiti da parte delle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie.

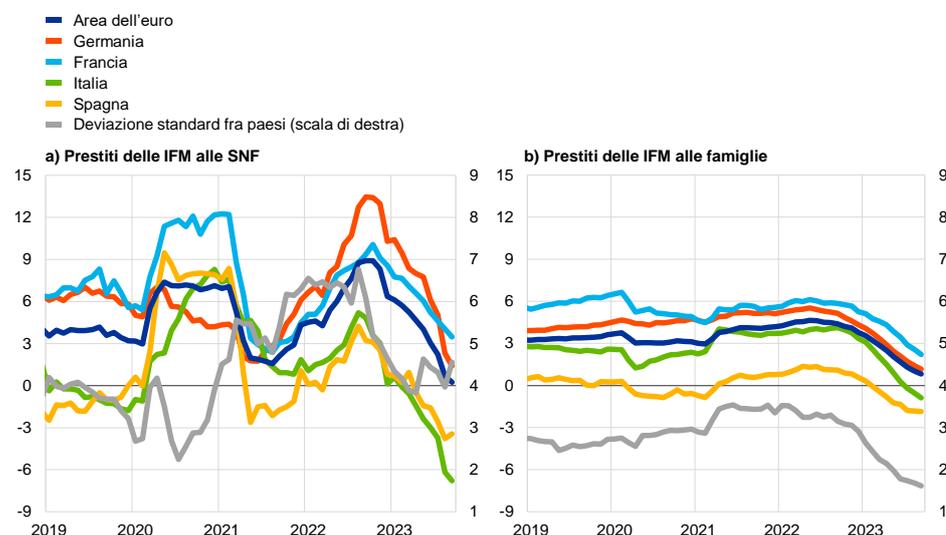
Inoltre le banche riferiscono che la graduale revoca delle misure non convenzionali di politica monetaria della BCE ha contribuito all'indebolimento della dinamica del credito, a causa dell'effetto sulle posizioni di finanziamento e di liquidità delle banche. Nel terzo trimestre del 2023 l'accesso delle banche al finanziamento è peggiorato in tutti i segmenti di mercato, in particolare per quanto riguarda la provvista al dettaglio. Le banche hanno indicato che la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE e il graduale ritiro delle OMRLT-III hanno avuto un impatto negativo sulle loro condizioni di finanziamento e di liquidità, determinando ulteriori pressioni tendenti all'inasprimento sull'offerta di credito. Ciò ha contribuito all'irrigidimento di termini e condizioni e alle pressioni al ribasso sui volumi dei prestiti, entrambi destinati a intensificarsi, secondo le attese, nei prossimi sei mesi. Nel contempo, le banche hanno segnalato che l'effetto sui margini netti di interesse delle decisioni concernenti i tassi di interesse di riferimento della BCE è rimasto decisamente positivo e che l'impatto dei portafogli di attività di politica monetaria della BCE sulla redditività è stato nel complesso positivo. Tuttavia, gli effetti positivi sul margine di interesse dovrebbero attenuarsi nei prossimi sei mesi, controbilanciati in misura crescente dalle perdite di capitale e dal maggiore fabbisogno di accantonamenti.

Ad agosto e a settembre si è protratta la debole dinamica dei prestiti bancari a imprese e famiglie, in un contesto caratterizzato da tassi più elevati sui prestiti bancari, domanda di prestiti inferiore e inasprimento dei criteri di concessione del credito. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è sceso allo 0,2 per cento a settembre, dallo 0,7 per cento di agosto e dal 2,2 per cento di luglio (cfr. il pannello a) del grafico 20), in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi e scadenze. Il rallentamento ha riflesso il forte calo della domanda di prestiti, in parte dovuto a più elevati tassi di interesse debitori e ai conseguenti tagli nei programmi di spesa, nonché a un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito. I flussi mensili hanno mostrato una certa volatilità, con un ingente rimborso netto di prestiti alle SNF ad agosto, in parte riassorbito a settembre. Dall'inizio del 2023, in media, i flussi mensili di prestiti alle SNF e alle famiglie sono stati prossimi allo zero. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso allo 0,8 per cento a settembre, dall'1,0 di agosto e l'1,3 per cento di luglio (cfr. il pannello b) del grafico 20), in un contesto contraddistinto da prospettive sfavorevoli nel mercato degli immobili residenziali, da un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito bancario e da un aumento dei tassi applicati ai prestiti. Il calo è stato principalmente determinato dai mutui per l'acquisto di abitazioni e dai prestiti alle imprese individuali (ovvero piccole imprese senza personalità giuridica), mentre i prestiti al consumo hanno mostrato una maggiore capacità di tenuta, nonostante l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito e il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori.

Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

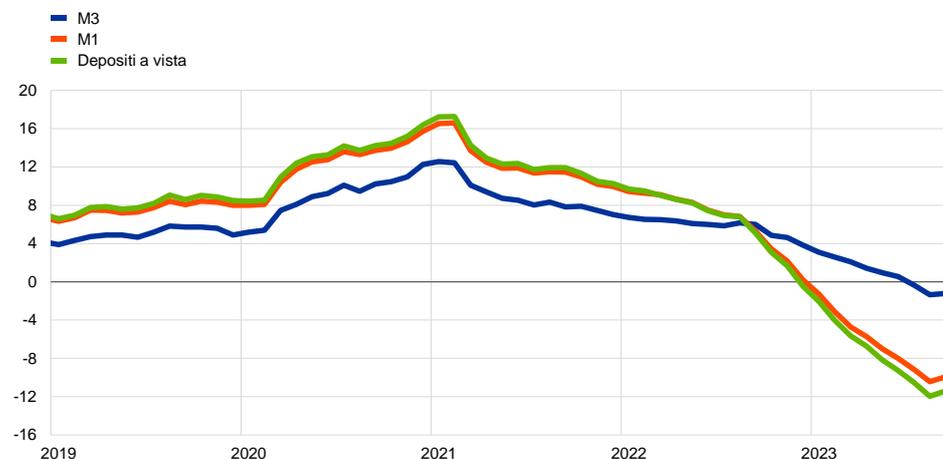
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle SNF, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro.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

La riallocazione dei fondi dai depositi a vista a quelli a termine è proseguita ad agosto e settembre, in un contesto di notevole volatilità dei depositi delle imprese. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista ha raggiunto nuovi minimi storici, collocandosi al -11,4 per cento a settembre e al -12,0 ad agosto, dal -10,5 per cento di luglio (cfr. il grafico 21). L'aumento dei tassi di interesse si è tradotto in un ampliamento del differenziale tra i depositi a termine e quelli a vista poiché, in linea con i precedenti cicli di inasprimento, i tassi di interesse sui depositi a vista si sono adeguati alle variazioni dei tassi di riferimento più lentamente rispetto a quelli sui depositi a termine. Ciò ha accresciuto il costo opportunità di detenere attività liquide e sta determinando l'attuale riallocazione dei fondi dai depositi a vista a quelli a termine. Inizialmente le famiglie hanno reagito più gradualmente rispetto alle imprese, ma negli ultimi mesi hanno spostato volumi maggiori verso depositi a termine e altre attività con una remunerazione più elevata rispetto ai depositi a vista e ai depositi rimborsabili con preavviso, in parte in risposta a iniziative dei governi. Il fatto che l'inasprimento della politica monetaria della BCE sia stato più rapido rispetto ai precedenti cicli restrittivi spiega la straordinaria entità dei volumi riallocati.

Grafico 21

M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

La crescita della moneta sui dodici mesi è ulteriormente diminuita, per effetto degli elevati costi opportunità, della modesta espansione del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro ha raggiunto un nuovo minimo storico, pari al -1,3 per cento, ad agosto ed è rimasta prossima a questo livello a settembre, al -1,2 per cento, dopo essersi collocata al -0,4 a luglio (cfr. il grafico 21). I flussi mensili hanno mostrato una certa volatilità: i consistenti deflussi di luglio e agosto sono stati pressoché controbilanciati da un ingente afflusso a settembre, determinato dagli afflussi provenienti dal resto del mondo in presenza di emissioni eccezionalmente elevate di titoli di Stato dell'area dell'euro. La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1) è rimasta su tassi fortemente negativi, collocandosi al -9,9 per cento a settembre, dopo il -10,4 di agosto e il -9,2 per cento di luglio. Nel complesso, diversi fattori continuano a gravare sulla dinamica monetaria. In primo luogo, negli ultimi mesi il contributo dei prestiti al settore privato è stato praticamente nullo. In secondo luogo, la riduzione in atto del portafoglio di attività dell'Eurosistema sottrae liquidità al sistema finanziario alla scadenza dei titoli di Stato, riducendo così il volume dei depositi. Infine, i rimborsi delle OMRLT e il maggiore costo opportunità per i depositanti di detenere attività liquide stanno inducendo le banche a emettere obbligazioni con scadenze più lunghe non comprese in M3.

Riquadri

1 Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader

a cura di Maria Grazia Attinasi, Demosthenes Ioannou, Laura Lebastard e Richard Morris

Sebbene i rischi geopolitici e i loro effetti sulla produzione e sul commercio mondiali siano molto dibattuti, sono emerse scarse evidenze empiriche di un'accresciuta frammentazione delle catene globali del valore. Le interruzioni causate dalla pandemia di coronavirus (COVID-19), dalla guerra russa contro l'Ucraina e dalle accresciute tensioni geopolitiche generalizzate sollevano interrogativi circa la tendenza alla deglobalizzazione cui potremmo star assistendo. Gran parte dell'analisi ad oggi non riscontra cambiamenti significativi nella struttura aggregata del commercio europeo. Tuttavia, potrebbe essere necessario del tempo perché siano visibili le iniziative di adeguamento delle relazioni commerciali e di gestione delle catene di approvvigionamento messe in atto dalle imprese, considerate le sfide e i costi legati al cambiamento dei modelli aziendali, delle catene di approvvigionamento e dei contratti¹. Le evidenze desunte dalle indagini sono pertanto utili per individuare nuove tendenze. A tal fine, la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), la Banca d'Italia, la Deutsche Bundesbank e altri soggetti hanno di recente condotto indagini per porre domande alle imprese circa i rischi connessi alle catene di approvvigionamento².

Il presente riquadro riassume i risultati di una recente indagine condotta dalla BCE presso le imprese leader che operano nell'area dell'euro, incentrata sulle loro decisioni in materia di localizzazione della produzione e di approvvigionamento degli input, in particolare in risposta ai rischi connessi alle catene di approvvigionamento³. Le imprese oggetto dell'indagine sono per lo più multinazionali con attività significative nell'UE, sebbene, per la maggior parte di esse, un'ampia quota delle attività si concentri anche al di fuori. La tavola A alla fine del presente riquadro riassume il campione in termini di attività extra-UE. Il questionario si componeva di tre parti, riguardanti: a) le tendenze nell'ubicazione

¹ Cfr. i post nel blog della BCE Di Sano, M., Gunnella, V. e Lebastard, L., "Deglobalisation: risk or reality?", BCE, 12 luglio 2023, e nel blog dell'OCSE di Koh, S.-H., MacLeod, C. e Rusticelli, E., "Shifting sands: trade partner patterns since 2018", OCSE, 12 luglio 2023.

² L'indagine della BERS è incentrata su 15 paesi che a essa appartengono; cfr. "Global supply chains in turbulence", *Transition report 2022-23*, BERS, 2022. L'indagine della Banca d'Italia è incentrata sulle imprese italiane; cfr. Bottone, M., Mancini, M. e Padellini, T., "Navigating Fragmentation Risks: China Exposure and Supply Chains Reorganization among Italian Firms", Banca d'Italia, 2023. L'indagine della Deutsche Bundesbank è incentrata sulle imprese tedesche (raccolta di dati completata e analisi di prossima pubblicazione).

³ L'indagine è stata inviata alle imprese con cui la BCE mantiene contatti regolari nell'ambito della raccolta di informazioni sulle tendenze imprenditoriali correnti. Nel periodo tra luglio e agosto 2023 sono pervenute in totale 65 risposte. Si tratta di un campione relativamente piccolo in termini di numero complessivo di imprese, ma il valore aggiunto aggregato di queste, generato a livello mondiale, equivale a circa il 5 per cento del PIL dell'area dell'euro.

della produzione/delle operazioni e i loro principali fattori trainanti; b) le tendenze nei rischi legati all'approvvigionamento dei fattori di produzione, alla dipendenza e alle catene di approvvigionamento; e c) le implicazioni di tali tendenze per l'attività, l'occupazione e i prezzi.

Nei prossimi cinque anni queste grandi imprese prevedono di essere più attive nella (ri)localizzazione delle relative operazioni per accrescere la loro capacità di tenuta (cfr. il grafico A).

Alle imprese è stato chiesto in che modo l'ubicazione della loro produzione/delle loro operazioni sia cambiata negli ultimi cinque anni e come prevedono che evolverà nei prossimi cinque. Le risposte indicano percentuali più elevate di imprese che prevedono di (ri)localizzare una maggiore quota di produzione sia in entrata che in uscita dall'UE nei prossimi cinque anni rispetto ai cinque precedenti⁴. Tuttavia, vi è ancora una percentuale più elevata di imprese che prevedono di trasferire la produzione all'esterno dell'UE piuttosto che al suo interno. Una quota più elevata di imprese ha inoltre dichiarato di attendersi una tendenza a: a) trasferire una maggiore quantità di produzione in un luogo più vicino al sito di produzione finale o al paese di vendita ("near-shoring"), b) diversificare le operazioni in misura maggiore tra i vari paesi e/o c) (ri)localizzare una maggiore quantità di produzione all'interno o verso i paesi politicamente più affini al principale paese di vendita ("friend-shoring") nei prossimi cinque anni rispetto agli ultimi cinque⁵. L'avvicinamento geografico della produzione (o la produzione detta "local for local") era già una tendenza piuttosto comune di cui si prevede un incremento⁶. Per contro, il friend-shoring della produzione non era così evidente in passato, ma ci si aspetta diventi molto più comune: il 42 per cento delle imprese prevede di perseguire tale strategia, in crescita rispetto all'appena 11 per cento che l'ha attuata nei cinque anni precedenti. Analizzando nel dettaglio i risultati, sono soprattutto le imprese che avevano già avvicinato geograficamente la produzione, o che prevedevano di farlo, quelle che ora programmano di diversificare e operare un friend-shoring di alcune delle loro attività. Inoltre tali azioni sono, in linea di massima, associate in egual misura sia a imprese che affermano di voler spostare una parte maggiore della produzione all'interno dell'UE e sia a imprese che prevedono di spostarla al di fuori dell'UE.

⁴ Per quanto riguarda la Brexit, agli intervistati è stato chiesto di ignorare i cambiamenti dovuti esclusivamente alla riclassificazione del Regno Unito da paese dell'UE a paese esterno all'UE, nel caso non vi siano stati cambiamenti nell'ubicazione fisica della produzione o dell'approvvigionamento degli input.

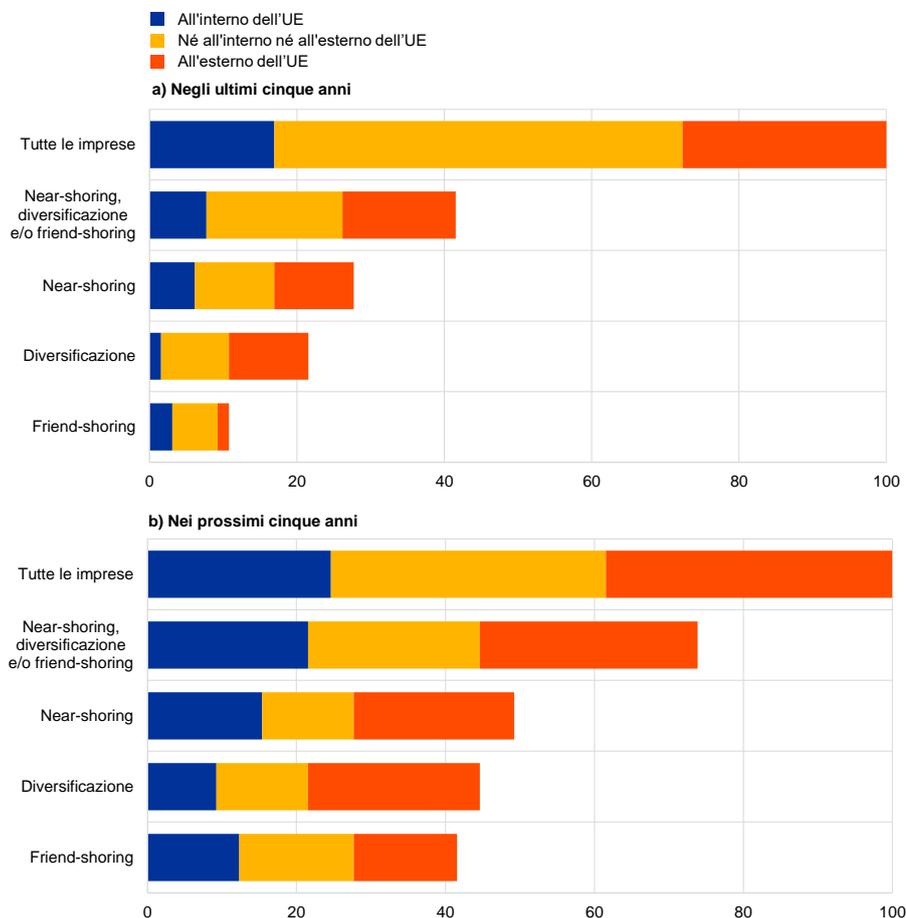
⁵ Il 42 per cento delle imprese ha dichiarato di aver effettuato, negli ultimi cinque anni, operazioni di near-shoring, diversificazione e/o friend-shoring della produzione, mentre il 74 per cento ne ha dichiarato l'intenzione nei prossimi cinque anni.

⁶ Il 28 per cento delle imprese ha dichiarato di aver effettuato un avvicinamento geografico della produzione negli ultimi cinque anni, mentre il 49 per cento ha dichiarato di prevedere di farlo nei prossimi cinque. È sorprendente che questo primo numero sia identico alla quota che, in un'indagine analoga condotta dalla BCE nel 2016, aveva risposto che era diventato più frequente per le imprese del proprio settore, nei cinque anni precedenti, produrre/operare sui mercati locali in cui venivano venduti beni e servizi. Cfr. il riquadro 4 *L'andamento della produzione mondiale in una prospettiva europea: evidenze da un'indagine tra le grandi imprese dell'area dell'euro* nel numero 6/2016 di questo Bollettino.

Grafico A

Tendenze passate e future nell'ubicazione della produzione/delle operazioni

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: risposte alla domanda: "Come è cambiata l'ubicazione della produzione/delle operazioni della sua impresa negli ultimi cinque anni e come si aspetta che evolva nei prossimi?". I partecipanti potevano scegliere una o più delle seguenti risposte: tendenza a: a) spostare una parte maggiore della produzione/delle operazioni all'interno dell'UE, b) spostare una parte maggiore della produzione/delle operazioni all'esterno dell'UE, c) (ri)localizzare una parte maggiore della produzione/delle operazioni avvicinandola/geograficamente al luogo di produzione finale o al paese di vendita ("near-shoring"), 1d) diversificare maggiormente la produzione/le operazioni tra i vari paesi, e) (ri)localizzare una parte maggiore della produzione/delle operazioni verso paesi politicamente più affini al principale paese di vendita ("friend-shoring"). La categoria "Né all'interno né all'esterno dell'UE" comprende le risposte delle imprese che non hanno segnalato la tendenza a spostare la produzione da o verso l'UE.

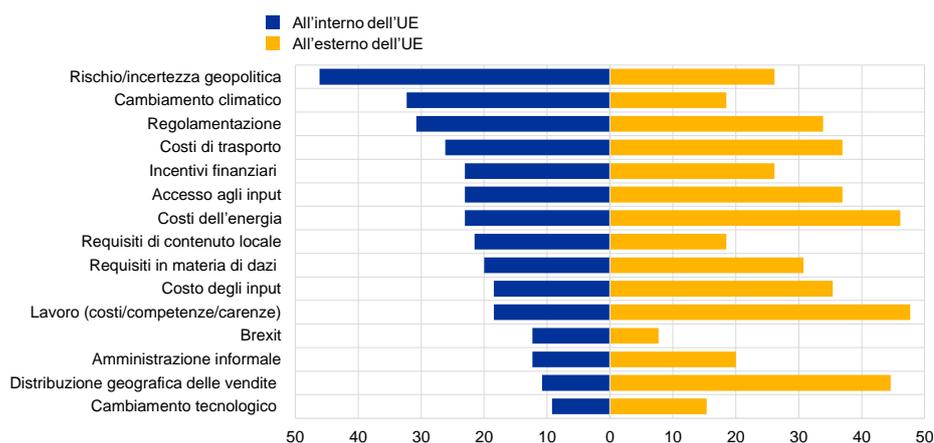
Il rischio geopolitico è stato il fattore menzionato più frequentemente come motivazione delle decisioni di (ri)localizzare la produzione all'interno dell'UE, mentre i fattori di domanda e di costo sono alla base dello spostamento al di fuori dell'UE (cfr. il grafico B). Alle imprese è stato fornito un elenco di fattori e chiesto quali fossero importanti per loro in relazione a spostamenti recenti o previsti della produzione/delle operazioni verso l'interno o l'esterno dell'UE. Quasi la metà ha indicato il rischio/l'incertezza geopolitica come un fattore importante in relazione agli spostamenti verso l'UE recenti o pianificati. Ciò evidenzia un cambiamento nelle priorità delle imprese, dalla semplice focalizzazione sulla riduzione dei costi o sul miglioramento dell'efficienza al tenere conto, nelle proprie decisioni, anche della capacità di tenuta. Il secondo fattore più importante per il trasferimento verso l'UE è stato il cambiamento climatico (transizione verso l'obiettivo di emissioni nette zero). È altrettanto probabile che la regolamentazione, gli incentivi finanziari e i requisiti di

contenuto locale siano, in linea di massima, fattori rilevanti per il trasferimento verso o dall'UE. Al tempo stesso, il lavoro (costi/carenze/competenze), i costi dell'energia e l'evoluzione della distribuzione geografica delle vendite sono i principali fattori per il trasferimento della produzione al di fuori dell'UE.

Grafico B

Importanza dei fattori per il trasferimento della produzione/delle operazioni all'interno o all'esterno dell'UE

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: risposte alla domanda: "Quali dei seguenti fattori ritiene particolarmente importanti in relazione a spostamenti recenti o previsti della produzione/delle operazioni all'interno o all'esterno dell'UE?". I partecipanti potevano scegliere le risposte, tra quelle elencate, valide per la loro impresa. Le risposte sono classificate in base al punteggio netto ("all'interno dell'UE" meno "all'esterno dell'UE").

Per quanto riguarda l'approvvigionamento degli input, nei prossimi cinque anni le imprese prevedono in misura crescente di trasferire in aree geografiche più prossime, diversificare o rilocalizzare in paesi politicamente più affini le loro catene di approvvigionamento, con un certo aumento della quota di fonti interne all'UE (cfr. il grafico C). Alle imprese è stato chiesto in che modo la distribuzione geografica dell'approvvigionamento transfrontaliero degli input sia cambiata negli ultimi cinque anni e come prevedono che evolverà nei prossimi cinque. Le risposte indicano che una percentuale più elevata di imprese prevede, nei prossimi cinque anni, di reperire fattori di produzione in misura sempre maggiore all'interno dell'UE rispetto agli ultimi cinque, mentre non vi è alcun aumento della percentuale di imprese che hanno dichiarato di prevedere maggiori rifornimenti di input al di fuori dell'UE⁷. Una quota più elevata di imprese ha dichiarato di attendersi un approvvigionamento crescente di input a) da paesi geograficamente più vicini al paese di produzione ("near-shoring"), b) da una gamma più diversificata di fornitori in diversi paesi e/o c) da paesi politicamente più affini al paese di vendita ("friend-shoring") nei prossimi cinque anni rispetto a quanto avvenuto negli ultimi cinque (dal 55 all'80 per cento). La diversificazione e il near-shoring nell'approvvigionamento degli input erano già abbastanza diffusi e ci si attende che divengano ancora più comuni nei prossimi anni. Per contro, il friend-shoring dell'approvvigionamento di input, come nel caso dell'ubicazione della produzione, in

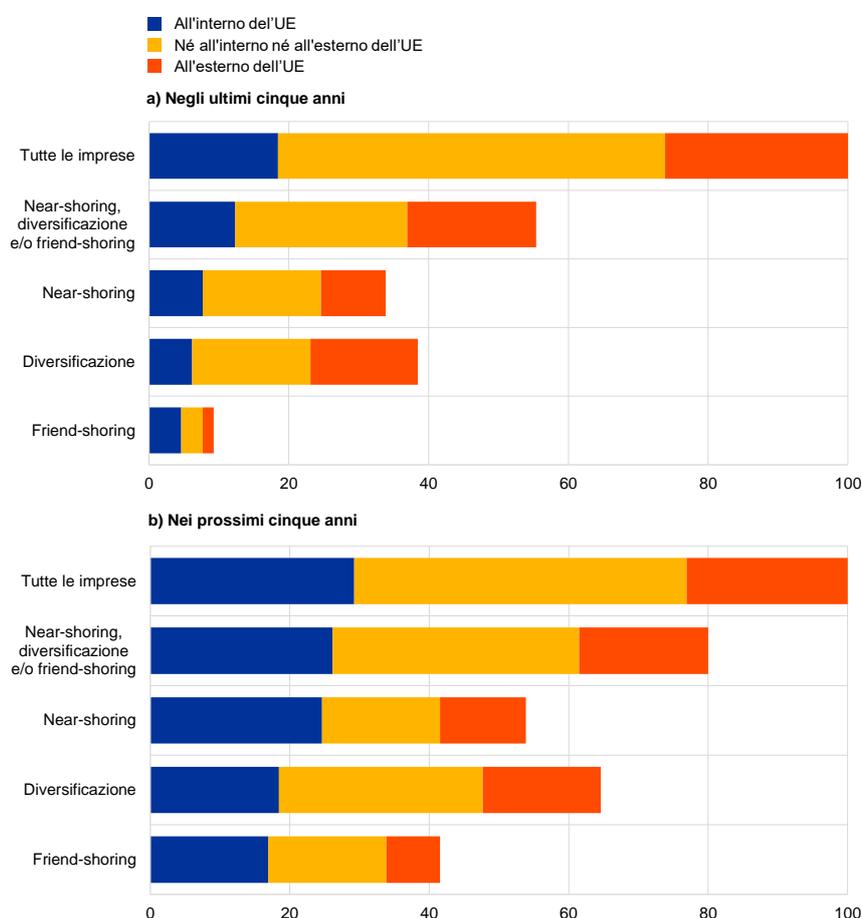
⁷ Tale risultato è determinato principalmente da imprese che sono veramente internazionali (con oltre il 50 per cento di vendite, produzione e approvvigionamento degli input attualmente al di fuori dell'UE) e da imprese che importano prodotti (sia intermedi sia finali) nell'UE.

passato non era diffuso, ma ci si aspetta che lo diventi molto di più (il 42 per cento delle imprese interpellate prevede di perseguire tale strategia rispetto ad appena il 9 per cento del passato). L'aumento della percentuale di imprese che prevedono di attuare una o tutte queste strategie è trascurabile tra quelle che hanno anche dichiarato di voler ottenere più input dall'esterno dell'UE, ma è significativo per le imprese che prevedono anche un maggiore approvvigionamento di input dall'interno dell'UE. Di conseguenza, il previsto aumento del near-shoring, della diversificazione e/o del friend-shoring nell'approvvigionamento degli input sembra spingere queste aziende, in media, verso un maggiore ricorso a fornitori dell'UE.

Grafico C

Tendenze passate e future nell'approvvigionamento degli input

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: risposte alla domanda: "Come è cambiata la distribuzione geografica dell'approvvigionamento transfrontaliero di input da parte della sua impresa negli ultimi cinque anni e come si aspetta che evolva nei prossimi?". I partecipanti potevano scegliere una o più delle seguenti risposte: tendenza a un maggiore approvvigionamento di input a) dall'interno dell'UE, b) dall'esterno dell'UE, c) da un'ubicazione geograficamente più prossima al paese di produzione ("near-shoring"), d) da una gamma maggiormente diversificata di fornitori in vari paesi ed e) da paesi politicamente più affini al paese di vendita ("friend-shoring"). La categoria "Né all'interno né all'esterno dell'UE" comprende le risposte delle imprese che non hanno segnalato la tendenza a un maggiore approvvigionamento di input dall'interno o dall'esterno dell'UE.

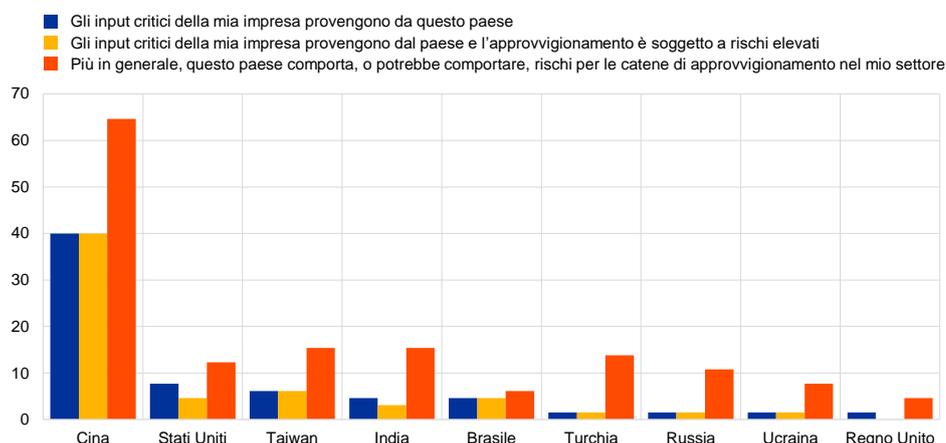
La Cina è risultata la principale fonte di input critici e anche il paese più frequentemente menzionato in termini di rischi percepiti, sia per la catena di approvvigionamento dell'impresa stessa sia per quella del suo settore (cfr. il grafico D). In totale, il 55 per cento degli intervistati ha dichiarato che la propria

impresa reperisce input critici (del tutto o in gran parte) da uno o più paesi specifici⁸. Di questi, quasi tutti (52 per cento del totale degli intervistati) hanno affermato che l'offerta di input critici da almeno uno di tali paesi è soggetta a un rischio elevato⁹. La grande maggioranza, a sua volta, ha indicato la Cina come il paese (o uno dei paesi) in questione e tutti considerano questo un rischio elevato. Al secondo posto, con un buon distacco, solo l'8 per cento degli intervistati ha dichiarato che la propria impresa ottiene input critici dagli Stati Uniti e solo il 5 per cento ha indicato questo come un rischio particolare. Per quanto riguarda i paesi che, più in generale, rappresentano (o potrebbero rappresentare) un rischio per le catene di approvvigionamento nel settore dell'impresa, due terzi di tutti gli intervistati hanno menzionato la Cina, sebbene anche Stati Uniti, Taiwan, India, Turchia e Russia siano stati indicati, ciascuno, da oltre il 10 per cento degli intervistati.

Grafico D

Dipendenza e rischi derivanti dalle catene di approvvigionamento, per paese

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: risposte alle domande: a) "Attualmente la sua impresa ottiene input critici che dipendono (del tutto o in gran parte) dall'offerta di un determinato paese? E, in caso affermativo, di quale o quali?", b) "Reputa che l'approvvigionamento di input critici da questo paese o da uno di questi paesi sia soggetto a rischi elevati?" e c) "Più in generale, quali (eventuali) paesi comportano, o potrebbero comportare, rischi per le catene di approvvigionamento nel suo settore?". Nel grafico sono inclusi i paesi menzionati da tre o più partecipanti. Solo uno o due partecipanti hanno menzionato molti altri paesi.

La maggior parte delle imprese ha affermato che sarebbe molto difficile sostituire gli input critici provenienti dai paesi considerati ad alto rischio.

Dei partecipanti la cui impresa reperisce input critici (in gran parte o del tutto) da un paese specifico ritenuto a rischio elevato, quasi due terzi hanno affermato che, se tali input critici improvvisamente non fossero più disponibili, sostituirli con quelli provenienti da altri paesi sarebbe "molto difficile", mentre quasi un terzo ha dichiarato che sarebbe "difficile" (cfr. il pannello a) del grafico E). In tale contesto,

⁸ Nel questionario era specificato che: "Per input 'critico' si intendono beni senza i quali una parte significativa dell'attività aziendale non potrebbe essere completata o subirebbe ritardi significativi o la qualità del bene o del servizio prodotto dall'impresa diminuirebbe in misura significativa". I partecipanti sono stati invitati a indicare fino a cinque paesi, ma la maggior parte ne ha indicati solo uno o due.

⁹ Nel questionario si affermava che: "Tra questi rischi potrebbero rientrare il rischio di un'improvvisa intensificazione delle tensioni economiche o politiche tra paesi (ad esempio Cina e Stati Uniti) con conseguenti divieti all'importazione o all'esportazione di prodotti specifici, un inasprimento dei requisiti di contenuto locale (ad esempio nel contesto dell'accordo commerciale tra l'UE e il Regno Unito), l'approvvigionamento da paesi in (o a rischio di) conflitto, i rischi derivanti dai cambiamenti climatici...ecc.".

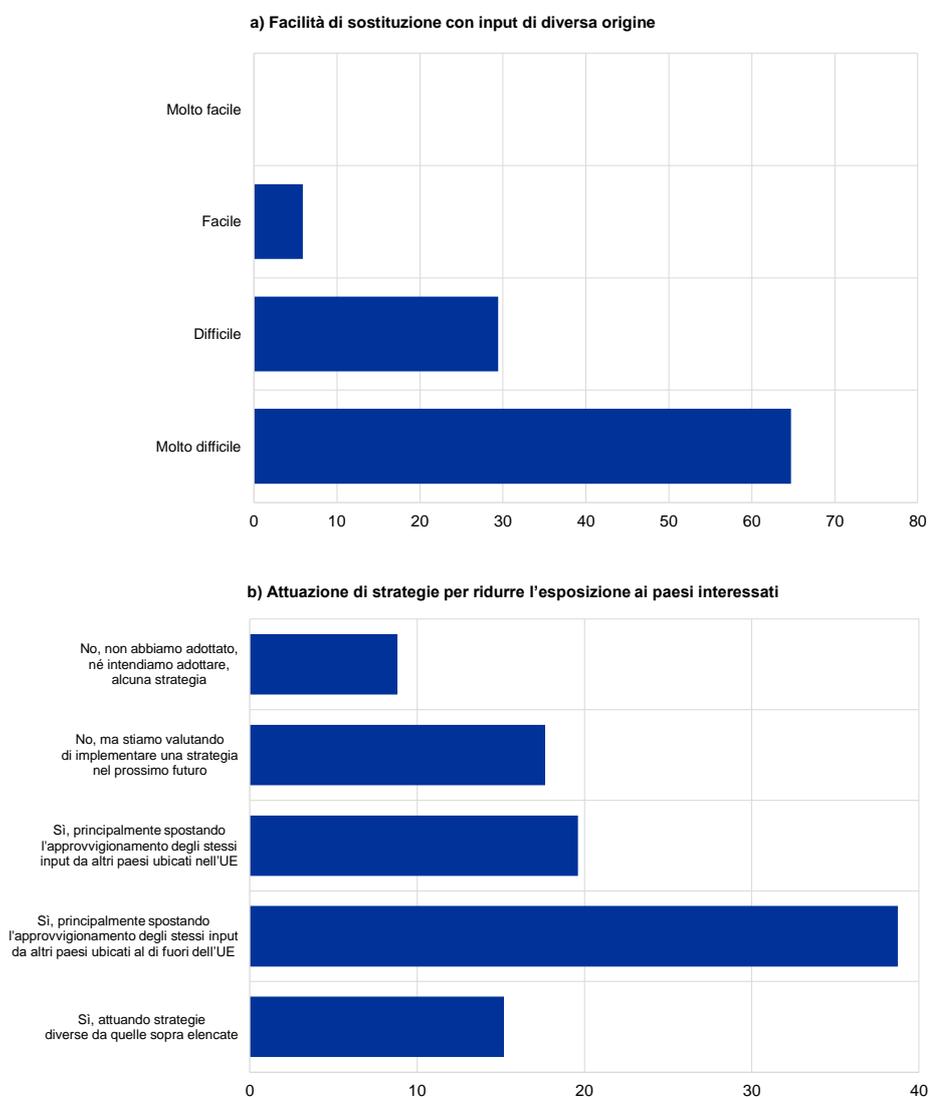
due terzi hanno affermato che la loro impresa reperisce principalmente tali input critici direttamente da imprese situate nel paese interessato e un sesto ha dichiarato di ottenerli, in prevalenza, direttamente dalle proprie strutture nel paese in questione, mentre la restante parte li acquisisce soprattutto attraverso distributori.

Tuttavia, la maggior parte delle imprese sta attuando strategie per ridurre la propria esposizione al paese o ai paesi interessati (cfr. il pannello b) del grafico E). Nel gruppo degli intervistati la cui impresa reperisce input critici (in gran parte o del tutto) da un paese specifico reputato a rischio elevato, solo tre hanno dichiarato di non aver adottato, né di avere intenzione di adottare, una strategia per ridurre la propria esposizione. Quasi il 40 per cento ha dichiarato di perseguire una strategia volta principalmente a reperire gli stessi input da altri paesi al di fuori dell'UE, il 20 per cento di perseguire una strategia volta a ottenere gli stessi input da altri paesi all'interno dell'UE, mentre il 15 per cento ha dichiarato di perseguire altre strategie, come detenere scorte superiori, diversificare le fonti di input, monitorare più rigorosamente i rischi, variare la composizione del proprio prodotto (o dei propri prodotti) o chiudere una parte della capacità di produzione. Poco meno del 20 per cento non ha ancora adottato alcuna strategia, ma sta valutando la possibilità di farlo nel prossimo futuro.

Grafico E

Facilità di sostituzione degli input e strategie per ridurre l'esposizione ai paesi interessati

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: risposte alle domande: a) "Nel caso in cui questi input improvvisamente non fossero più disponibili, quanto sarebbe facile sostituirli con input provenienti da altri paesi?" e b) "La sua impresa sta attuando o intende attuare una strategia per ridurre l'esposizione al paese o ai paesi interessati?". Le percentuali delle risposte si riferiscono solo a coloro che hanno dichiarato che al momento la propria impresa reperisce input critici dipendenti (del tutto o in gran parte) dall'offerta di uno specifico paese, considerato a rischio elevato. Un numero limitato di intervistati ha dato più di una risposta alla domanda b) e tali risposte sono state ponderate di conseguenza.

Nel complesso, l'impatto dei cambiamenti nell'ubicazione della produzione e nell'approvvigionamento transfrontaliero di input sull'attività dell'UE è stato percepito come limitato, mentre l'impatto sull'occupazione situata nell'UE è stato considerato significativo. Alle imprese è stato chiesto di valutare l'impatto delle variazioni nell'ubicazione della produzione e dell'approvvigionamento transfrontaliero di input sull'attività dell'impresa, sull'occupazione e sui prezzi di vendita nell'UE negli ultimi cinque anni (cfr. il pannello a) del grafico F) e di indicare le proprie attese per i prossimi (cfr. il pannello b) del grafico F). In termini di attività,

un'ampia percentuale di intervistati ha affermato che tali cambiamenti probabilmente influenzeranno la quota di valore aggiunto della loro impresa generata nell'UE nei prossimi cinque anni rispetto agli ultimi cinque. Ciò detto, coloro che prevedono quote superiori e inferiori si sono sostanzialmente controbilanciati. Gli intervistati, tuttavia, ritengono che l'impatto di tali cambiamenti sia sempre più negativo per la quota di occupazione interna all'UE della loro impresa. Ciò sarebbe coerente con il fatto che le imprese indicano il costo del lavoro e delle competenze, e l'accesso a questi, come il fattore più importante nelle loro decisioni, recenti o pianificate, per il trasferimento della produzione o delle operazioni al di fuori dell'UE.

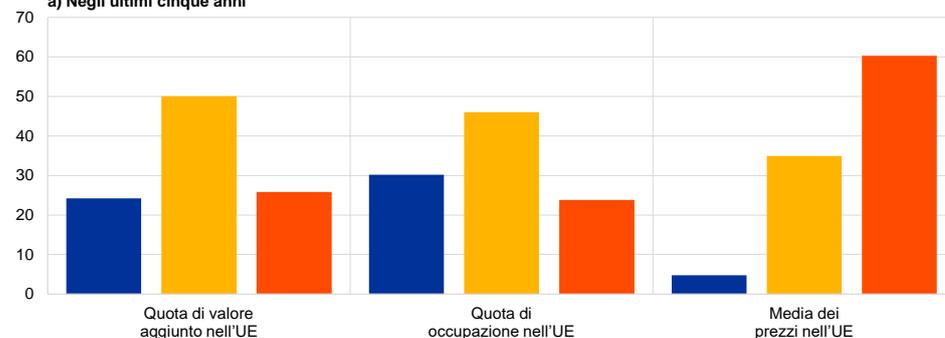
Grafico F

Impatto complessivo dell'ubicazione della produzione e delle decisioni di approvvigionamento degli input su attività, occupazione e prezzi

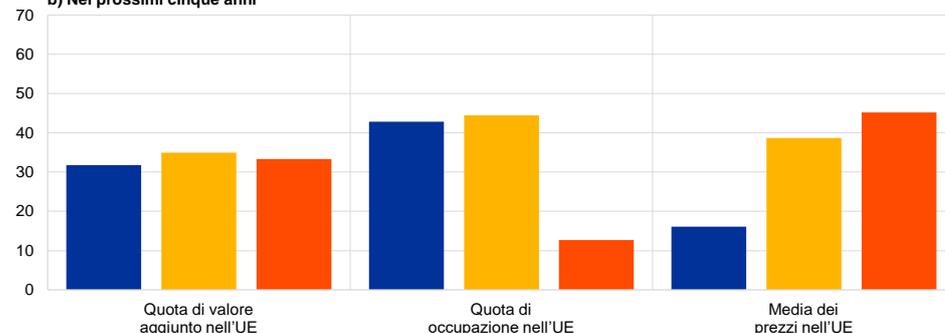
(percentuale delle risposte)

■ Diminuzione
 ■ Nessuna variazione
 ■ Aumento

a) Negli ultimi cinque anni



b) Nei prossimi cinque anni



Fonte: BCE.

Nota: risposte alla domanda: "Quali sono stati/saranno gli effetti dei cambiamenti nell'ubicazione della produzione e/o nell'approvvigionamento transfrontaliero di input su attività, occupazione e prezzi di vendita nell'UE della sua impresa?".

Le variazioni nell'ubicazione della produzione e nell'approvvigionamento transfrontaliero degli input hanno determinato un aumento dei prezzi, ma tale impatto dovrebbe ridursi leggermente nei prossimi cinque anni. Il 60 per cento delle imprese intervistate ha affermato che i cambiamenti nell'ubicazione della produzione e/o nell'approvvigionamento transfrontaliero degli input hanno spinto al rialzo i prezzi medi negli ultimi cinque anni, rispetto ad appena il 5 per cento che ha dichiarato che i propri prezzi sono diminuiti per le medesime ragioni. In prospettiva, nei prossimi cinque anni, la percentuale di imprese che si aspettano pressioni al rialzo sui prezzi è rimasta elevata (45 per cento), ma inferiore se si considera quella

degli ultimi cinque anni. Un'interpretazione sarebbe che le iniziative volte ad aumentare la capacità di tenuta delle attività aziendali e delle catene di approvvigionamento siano di per sé costose, ma l'impatto sui costi, e quindi sui prezzi, possa essere attenuato se tali cambiamenti sono attentamente pianificati. A tale riguardo, le iniziative del passato potrebbero essere state, in misura maggiore, non pianificate e repentine (ad esempio in risposta alla pandemia o all'invasione russa dell'Ucraina) e quindi più costose di quelle future previste per rispondere ai rischi connessi alla produzione e alle catene di approvvigionamento.

Tavola A

Quota di vendite, produzione e approvvigionamento di input da parte delle imprese al di fuori dell'UE in tutto il campione dell'indagine

	Meno del 20%	Dal 20 al 50%	Più del 50%
Vendite	16	27	20
Produzione	20	24	18
Approvvigionamento degli input	18	22	22

Fonte: BCE.

Nota: i dati nella tavola si riferiscono al numero di imprese intervistate in ciascuna categoria.

L'inversione della curva dei rendimenti e il suo contenuto informativo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

a cura di Luís Fonseca, Peter McQuade, Ine Van Robays e Andreea Liliana Vladu

In seguito al rapido incremento dei tassi di interesse a breve termine a partire dallo scorso anno, le curve dei rendimenti privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti mostrano l'inversione più marcata da decenni. Nell'area dell'euro il differenziale tra i tassi overnight index swap (OIS) a dieci anni e quelli a due anni si è collocato a -0,4 punti percentuali a settembre, dopo essere risalito negli ultimi mesi da -0,8 punti percentuali, il livello più basso mai registrato dal 1992 (cfr. il pannello a) del grafico A)^{1,2}. Negli Stati Uniti, nello stesso mese, l'inclinazione della curva ha toccato il valore di -0,6 punti percentuali per i titoli del Tesoro, livello che non si osservava dai primi anni '80 (cfr. il pannello b) del grafico A). L'inversione della curva in entrambe le giurisdizioni è stata principalmente determinata da un aumento più marcato dei tassi a breve termine rispetto a quelli a più lungo termine. Dal punto di vista storico, un'inversione della curva dei rendimenti ha solitamente preceduto periodi di recessione, come illustrato nel grafico A. La capacità dell'inclinazione della curva dei rendimenti di anticipare le fasi di rallentamento economico su orizzonti di breve periodo è ben documentata, sebbene i modelli econometrici diffusi non definiscano l'entità e la durata della possibile recessione³.

¹ In letteratura sono state considerate varie scadenze per l'inclinazione, ma le differenze statistiche nell'efficacia predittiva delle diverse scelte per l'area dell'euro sono ridotte.

² I tassi OIS a pronti per l'area dell'euro prima del 1999 sono stimati retrospettivamente utilizzando i rendimenti dei Bund. I risultati sono validi anche se si utilizzano i rendimenti dei Bund per l'intero campione, in quanto si riscontra che per l'area dell'euro la capacità predittiva è determinata dai paesi principali; cfr. Sabes, D. e Sahuc, J. G., "Do yield curve inversions predict recessions in the euro area?", *Finance Research Letters*, vol. 52, 2023.

³ La capacità predittiva dell'inclinazione della curva dei rendimenti è documentata per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, nonché per altre economie avanzate ed emergenti. Uno dei primi studi autorevoli in letteratura è Estrella, A. e Hardouvelis, G. A., "The term structure as a predictor of real economic activity", *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 2, 1991, pagg. 555-576. Per indagini più recenti, cfr. Haubrich, J. G., "Does the Yield Curve Predict Output?", *Annual Review of Financial Economics*, vol. 13, 2021, pagg. 341-362, nonché De Backer, B., Deroose, M. e Van Nieuwenhuyze, C., "Is a recession imminent? The signal of the yield curve", *NBB Economic Review*, 2019. In Sabes, D e Sahuc, J. G., op. cit., si rileva che il tempo di anticipazione è compreso tra sei mesi e un anno e mezzo per l'area dell'euro, la Germania, la Francia, l'Italia e la Spagna.

Grafico A

Pendenza delle curve dei rendimenti privi di rischio

a) Area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



b) Stati Uniti

(valori percentuali in ragione d'anno)



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

Note: per il pannello a): i tassi OIS precedenti il 1999 sono estrapolati utilizzando i rendimenti dei Bund. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione nell'area dell'euro secondo la definizione dello Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN. Per il pannello b): l'inclinazione è calcolata sulla base di medie mensili di dati giornalieri, utilizzando i rendimenti dei titoli del Tesoro a due e dieci anni a scadenza fissa. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione negli Stati Uniti secondo la definizione del Business Cycle Dating Committee dell'NBER. Per entrambi i pannelli le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

Al momento attuale i modelli di calcolo esclusivamente basati sull'inclinazione della curva dei rendimenti indicano elevate probabilità di recessione a un anno nell'area dell'euro e negli Stati Uniti⁴. Nell'area dell'euro, benché la curva dei rendimenti mostri un'inversione meno pronunciata rispetto a quella degli Stati Uniti,

la crescita del PIL dovrebbe mantenersi modesta nel breve periodo, mentre oltreoceano l'economia continua a mostrare una buona capacità di tenuta. I modelli probit quantificano il legame tra l'inclinazione della curva dei rendimenti e la probabilità di una recessione a breve termine. Un modello semplice che utilizza soltanto informazioni ricavate dall'inclinazione della curva stima attualmente una probabilità di recessione a un anno prossima al 50 per cento nell'area dell'euro

⁴ L'analisi si concentra sull'orizzonte temporale di dodici mesi, che fornisce un parametro di riferimento indicativo. Tuttavia, le probabilità stimate variano a seconda dell'orizzonte temporale.

(cfr. la linea blu nel pannello a) del grafico B), mentre per gli Stati Uniti lo stesso modello stima una probabilità di recessione del 40 per cento, leggermente inferiore e, tuttavia, la più elevata da decenni (cfr. il pannello b) del grafico B)⁵.

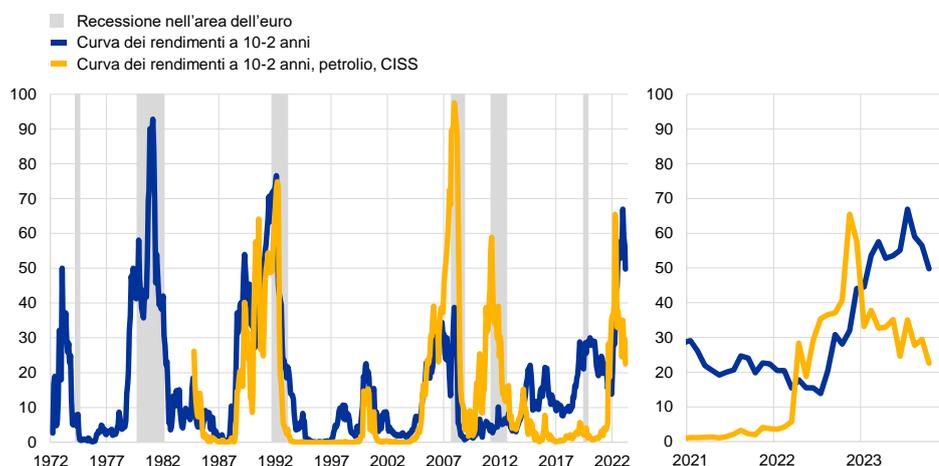
⁵ A fini comparativi, la probabilità di una recessione nell'area dell'euro (negli Stati Uniti) a un anno in corrispondenza di un'inclinazione nulla della curva è pari al 36 (22) per cento. Tuttavia, non è semplice confrontare le stime di probabilità di recessione nelle due giurisdizioni. Un'inclinazione negativa offre un segnale molto più forte di recessione rispetto a un'inclinazione ridotta, ma positiva, a causa della natura non lineare del modello probit. La capacità della curva dei rendimenti nominali dell'area dell'euro di anticipare le recessioni non subisce modifiche neppure se si tiene conto del livello dei tassi di interesse (anche di quello a tre mesi), coerentemente con i risultati relativi agli Stati Uniti (cfr. Bauer, M. D. e Mertens, T. M., "Information in the yield curve about future recessions", *FRBSF Economic Letter*, vol. 20, 2018). Per l'area dell'euro si considerano le recessioni secondo la definizione dello Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN e per gli Stati Uniti quelle individuate dal Business Cycle Dating Committee dell'NBER.

Grafico B

Probabilità di recessione su un orizzonte di dodici mesi basate su indicatori finanziari e prezzi del petrolio

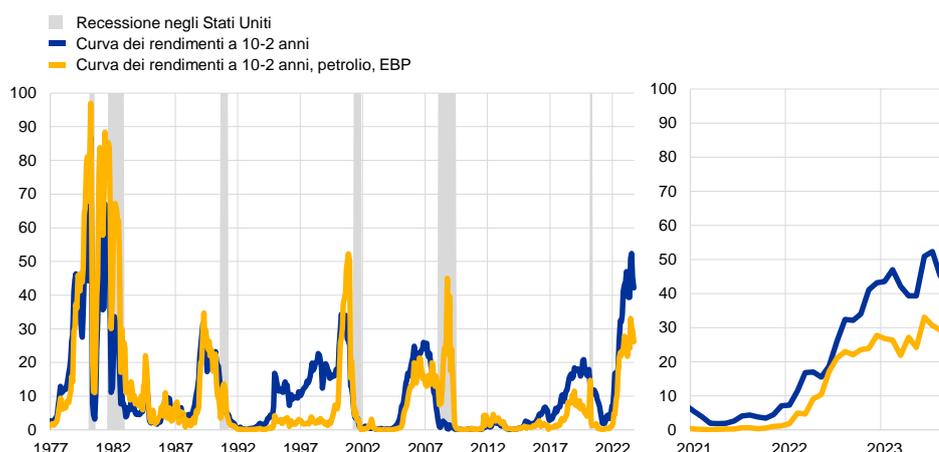
a) Area dell'euro

(probabilità ricavate dai modelli)



b) Stati Uniti

(probabilità ricavate dai modelli)



Fonti: Bloomberg, Haver Analytics, Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: per il pannello a): risultati di due modelli probit che stimano le probabilità di recessione nell'area dell'euro su un orizzonte di dodici mesi. Il primo modello utilizza soltanto l'inclinazione della curva dei rendimenti (a 10-2 anni), mentre il secondo include i prezzi del petrolio (logaritmo linearmente depurato dal trend) e il livello dell'indicatore composto delle tensioni sistemiche (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS) dell'area dell'euro. I dati relativi ai Bund estendono il campione al periodo precedente il 1999. Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione nell'area dell'euro secondo la definizione dello Euro Area Business Cycle Dating Committee del CEPR-EABCN; per il pannello b): risultati di due modelli probit che stimano le probabilità di recessione negli Stati Uniti su un orizzonte di dodici mesi. Il primo modello utilizza soltanto l'inclinazione della curva dei rendimenti (a 10 anni-2 anni), mentre il secondo include i prezzi del petrolio (logaritmo linearmente depurato dal trend) e il premio obbligazionario eccedente (Excess Bond Premium, EBP). Le aree ombreggiate indicano i periodi di recessione negli Stati Uniti secondo la definizione del Business Cycle Dating Committee dell'NBER. Per entrambi i pannelli le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

L'inclusione di ulteriori indicatori finanziari e dei prezzi del petrolio nel modello suggerisce minori rischi di recessione in presenza di un miglioramento della capacità predittiva.

Quando i modelli di calcolo delle probabilità di recessione vengono ampliati per includere i prezzi del petrolio, nonché l'indicatore composto delle tensioni sistemiche (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS) per l'area dell'euro e il premio obbligazionario eccedente per gli Stati

Uniti, la loro capacità predittiva migliora rispetto al modello semplice⁶. Come illustrato nel grafico B, questi modelli estesi suggeriscono una probabilità di recessione a dodici mesi più bassa, ma pur sempre elevata, pari a circa il 25 per cento sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Per l'area dell'euro, il valore più basso riflette il riassorbimento del brusco aumento dell'indicatore CISS verso la fine del 2022 e corsi petroliferi lievemente inferiori rispetto ai livelli massimi raggiunti all'inizio del 2022, fattori che dovrebbero frenare la crescita in misura inferiore rispetto allo scorso anno⁷.

Un altro motivo di cautela nella fase attuale è il fatto che l'inclinazione negativa della curva dei rendimenti nominali è attualmente determinata dalla curva dei rendimenti reali e ciò potrebbe indebolire il segnale del modello semplice.

Comprendere perché l'inclinazione della curva dei rendimenti fornisca indicazioni sui rischi di recessione è difficile, dal momento che essa contiene informazioni sulle aspettative di politica monetaria, nonché sui rischi e sulle opinioni riguardanti le prospettive macroeconomiche, tutti elementi strettamente interconnessi⁸. Tuttavia, l'analisi empirica mostra che quando si scompone l'inclinazione della curva dei rendimenti nominali in compensazione dell'inflazione e tassi reali ricavati entrambi dai mercati, l'inclinazione della curva di compensazione dell'inflazione è la variabile predittiva migliore⁹. Ciò implica che, nella maggior parte dei casi, i mercati finanziari

⁶ Se valutate utilizzando lo stesso periodo campione, le statistiche sulla bontà di adattamento migliorano significativamente nel modello esteso, in quanto esso interpreta i più elevati corsi petroliferi e le maggiori tensioni sistemiche come forti variabili predittive di una recessione. Il pannello a) del grafico B mostra che il modello ampliato anticipa meglio le recessioni dell'area dell'euro del 2008 e del 2011, che sono state precedute da valori elevati di entrambe le variabili. Per un approfondimento sui potenziali miglioramenti dei modelli di calcolo delle probabilità di recessione basati sulla curva dei rendimenti, cfr. Ferrari Minesso, M., Lebastard, L. e Le Mezo, H., "Text-Based Recession Probabilities", *IMF Economic Review*, vol. 71, n. 2, 2023, pagg. 415-438.

⁷ È stato inoltre stimato il modello esteso su un campione più ristretto che termina prima della pandemia di COVID-19, dal momento che il collasso economico successivo a marzo 2020 era imprevedibile dalla prospettiva della curva dei rendimenti. Nello specifico, il modello esteso per l'area dell'euro indica una probabilità più prossima al 15 per cento (rispetto al 25 per cento dell'intero campione), mentre per gli Stati Uniti i risultati sono pressoché invariati.

⁸ La curva dei tassi privi di rischio coglie informazioni sulle aspettative concernenti la politica monetaria attuale e futura e sulla sua relazione con le prospettive macroeconomiche e il premio richiesto dagli operatori di mercato per l'assunzione del rischio di tasso di interesse derivante dall'incertezza che caratterizza sia l'inflazione futura sia i tassi reali, ossia i premi a termine nominali. Un'inclinazione negativa potrebbe pertanto riflettere le aspettative degli investitori circa un peggioramento delle prospettive macroeconomiche, un calo dell'inflazione e una flessione dei rendimenti al rallentare della crescita e al conseguente allentamento della politica monetaria. Potrebbe anche riflettere aspettative di un eccessivo irrigidimento e di una rapida inversione di rotta. Potrebbe inoltre essere in gioco un insieme di altri meccanismi, come l'eventualità che il canale della redditività attesa riduca l'offerta di credito e limiti la crescita, in quanto un'inclinazione negativa della curva ostacola la redditività bancaria comprimendo il differenziale tra i tassi sui depositi a breve termine e quelli sui prestiti a lungo termine (cfr. Minoiu, C., Schneider, A. e Wei, M., "Why Does the Yield Curve Predict GDP Growth? The Role of Banks", *Finance and Economics Discussion Series*, vol. 49, 2023).

⁹ Per risultati documentati relativi agli Stati Uniti, cfr. Ajello, A., Benzoni, L., Schwinn, M., Timmer, Y. e Vazquez-Grande, F., "Monetary policy, inflation outlook, and recession probabilities", *FEDS Notes*, 2022, e Neely, C., "What is the probability of a recession? The message from yield spreads", *On The Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 7 settembre 2023. I risultati qui presentati sono ottenuti mediante scomposizioni a partire dal 1992 per l'area dell'euro e dal 2004 per gli Stati Uniti. I risultati per l'area dell'euro sono basati sui tassi swap indicizzati all'inflazione (SI) dell'area dal 2005 e su stime retrospettive dei tassi reali ricavati dal mercato e delle misure di compensazione dell'inflazione fra il 1992 e il 2005. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 7 *Stima retrospettiva dei tassi reali e delle aspettative di inflazione: integrazione di misure ricavate dai mercati con dati storici di variabili attinenti* nel numero 2/2023 di questo Bollettino. Questi risultati, pur fornendo indicazioni, richiedono quindi ulteriori cautele in quanto sono basati su campioni più piccoli, ricomprendono pochi periodi di inflazione elevata e, nel caso dell'area dell'euro, si fondano su misure di compensazione dell'inflazione meno precise nella prima parte del campione.

hanno incorporato nei prezzi un'inversione della curva dell'inflazione, il che sembra aver anticipato un raffreddamento dell'economia. Attualmente, l'inclinazione negativa sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti è principalmente determinata da un'inversione della curva dei tassi reali piuttosto che da quella della compensazione dell'inflazione¹⁰. Dato che il modello elabora solo l'inclinazione complessiva, rappresentando quindi un effetto medio, è possibile attendersi una potenziale sovrastima dell'attuale rischio di recessione.

L'effetto dei portafogli di attività della banca centrale sui rendimenti fornisce un ultimo parametro per interpretare il messaggio proveniente dall'inversione della curva dei rendimenti. Le attività detenute tendono a ridurre l'inclinazione della curva dei rendimenti e ciò potrebbe determinare una distorsione dei segnali riguardanti i rischi di recessione¹¹. Per correggere la compressione della pendenza della curva dei premi a termine indotta dal programma di acquisto di attività e dal programma di acquisto per l'emergenza pandemica della BCE è possibile utilizzare modelli econometrici¹². L'inclinazione corretta della curva dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro sarebbe rimasta positiva per un periodo più lungo, ma avrebbe comunque raggiunto valori leggermente negativi all'inizio dell'estate. Ciò implica che le ultime rilevazioni dell'inclinazione della curva dei rendimenti non corretta potrebbero ulteriormente sovrastimare le probabilità di recessione¹³. In generale la distorsione del segnale di rischio di recessione ricavato dall'inclinazione della curva dei rendimenti si ridurrà nel corso del tempo con la revisione delle politiche di bilancio della BCE e del Federal Reserve System. Tuttavia, l'incertezza relativa all'entità di questo effetto è elevata, soprattutto perché l'inasprimento quantitativo rende la stima della distorsione ancora più difficile rispetto alla fase di espansione dei bilanci.

¹⁰ Si noti che l'inclinazione qui considerata è quella della curva dei tassi a dieci anni meno i tassi a due anni e che la compensazione dell'inflazione ha già incorporato un calo significativo di quest'ultima verso i livelli obiettivo nei prossimi due anni.

¹¹ Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 2 [L'inversione della curva dei rendimenti e i segnali di recessione provenienti dai mercati finanziari statunitensi](#) nel numero 1/2020 di questo Bollettino, nonché Bauer, M. D. e Mertens, T. M., op. cit.

¹² Cfr. Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. e Vladu, A. L., "[Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#)", *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n. 3, 2023.

¹³ L'impiego dei coefficienti stimati per i modelli probit con l'inclinazione della curva dei rendimenti corretta per gli acquisti di attività ridurrebbe la probabilità stimata di una recessione nell'area dell'euro a dodici mesi a circa il 35 per cento (a fronte del 50 per cento) per il modello di base e al 15 per cento (a fronte del 25 per cento) per il modello esteso.

3 Effetti di propagazione all'area dell'euro della recente inflazione negativa in Cina

a cura di Martina Di Sano, Giacomo Pongetti, Tobias Schuler e Seng Guan Toh

Il presente riquadro esamina i potenziali effetti della recente inflazione negativa in Cina sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro. Gli andamenti economici in Cina si trasmettono ai prezzi all'importazione nell'area dell'euro direttamente attraverso i prezzi delle esportazioni cinesi e, indirettamente, per via dell'importante ruolo che la Cina riveste nella domanda mondiale di materie prime e quale fornitore strategico di beni intermedi e di investimento per il resto del mondo. Nel riquadro si rilevano un impatto tangibile sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro e uno più limitato sul più ampio contesto di inflazione all'interno dell'area¹.

Dopo l'impennata degli scorsi due anni, negli ultimi mesi i prezzi all'importazione nell'area dell'euro hanno registrato un calo. A giugno 2023 i prezzi all'importazione dei beni provenienti dall'esterno dell'area sono scesi, su base annua, del 14 per cento, principalmente a causa del repentino calo dei prezzi all'importazione dei beni energetici all'interno dell'area. Al netto di questi ultimi, i prezzi all'importazione dei beni provenienti dall'esterno dell'area sono diminuiti del 2 per cento circa (cfr. il pannello a) del grafico A). In questa sede valutiamo in quale misura il più forte calo dei prezzi all'importazione dalla Cina abbia ridotto le pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro, dato il peso di questo paese nel paniere delle importazioni dell'area (21 per cento).

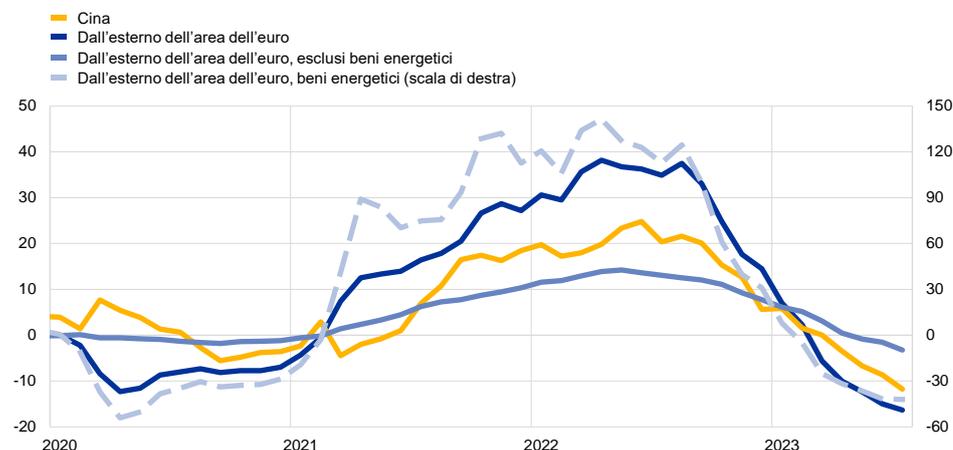
¹ Per un'analisi prospettica dell'impatto sull'area dell'euro di uno scenario caratterizzato da ulteriori rischi al ribasso per la Cina, cfr. il riquadro 3 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, settembre 2023* pubblicate sul sito Internet della BCE il 14 settembre 2023.

Grafico A

Prezzi all'importazione dei beni provenienti dall'esterno dell'area dell'euro e prezzi alla produzione in Cina

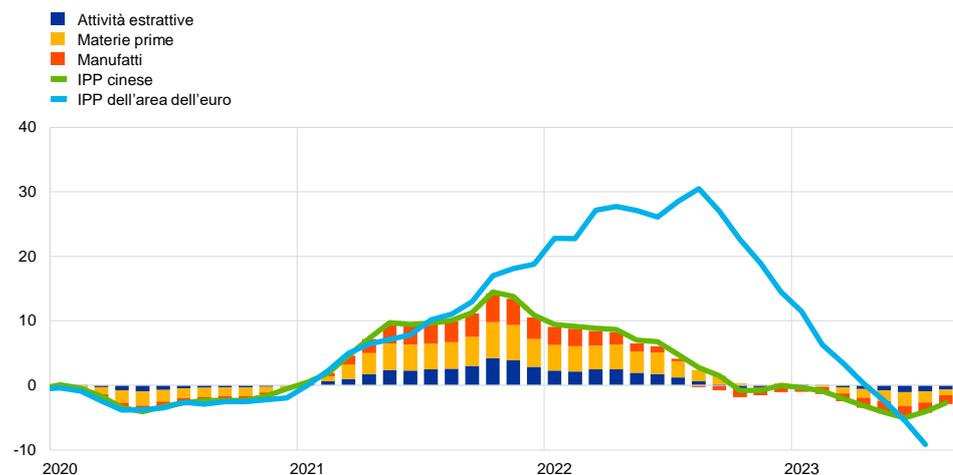
a) Prezzi all'importazione dei beni provenienti dall'esterno dell'area

(tasso di crescita sul periodo corrispondente, valori percentuali)



b) Prezzi alla produzione nell'area dell'euro e in Cina

(valori percentuali e contributi in punti percentuali all'IPP cinese)



Fonti: Eurostat (per i prezzi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro), istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2023 per l'IPP cinese e a luglio 2023 per tutte le altre serie.

L'inflazione dei prezzi alla produzione in Cina evidenzia una tendenza al ribasso dopo il picco registrato nell'ultimo trimestre del 2021, principalmente di riflesso a una normalizzazione dei fattori interni di domanda e offerta durante la ripresa del paese dalla pandemia. L'indice dei prezzi alla produzione (IPP) cinese ha segnato un forte aumento nel 2021, in seguito a una vigorosa ripresa dell'attività dopo lo shock pandemico del 2020, che ha provocato un brusco rialzo dei prezzi del carbone (la principale fonte energetica interna) in coincidenza con le restrizioni applicate dal governo alla produzione di tale combustibile.

Successivamente, diversi andamenti in Cina hanno annullato le tendenze dell'IPP interno, mentre i prezzi all'esportazione nel 2021 e nel 2022 erano ancora sostenuti dalle strozzature lungo le catene di approvvigionamento mondiali. L'inflazione dell'IPP in Cina, dopo il picco di fine 2021, si è ridotta in maniera costante sulla scia

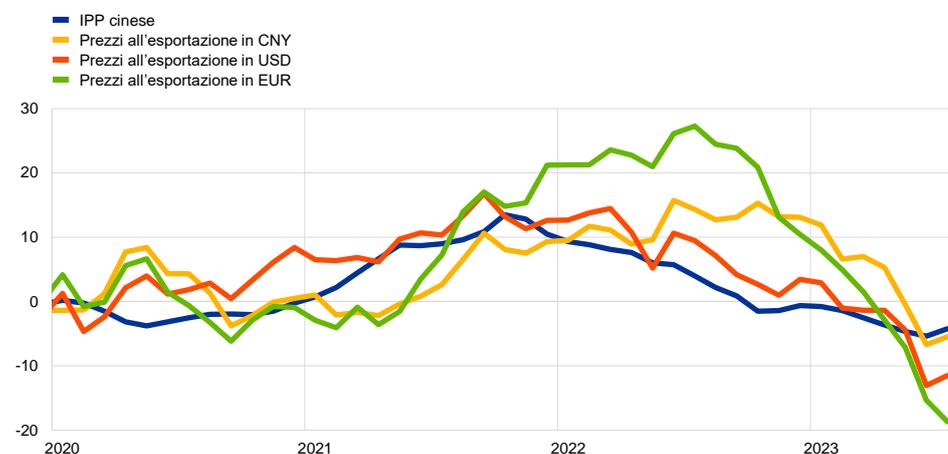
di una diminuzione dei prezzi delle attività estrattive, delle materie prime e dei manufatti (cfr. il pannello b) del grafico A). A luglio 2023 l'IPP in Cina ha registrato una contrazione per il decimo mese consecutivo. Dal lato dell'offerta, gli effetti base derivanti dall'inversione di tendenza delle politiche in materia di estrazione del carbone (da un assetto restrittivo a una improvvisa espansione) hanno contribuito in maniera significativa alla riduzione dell'IPP. Dal lato della domanda, una profonda contrazione nel settore dell'edilizia residenziale, che ha ulteriormente compresso i prezzi delle materie prime e degli altri beni collegati alla casa, ha contribuito a far scendere i prezzi alla produzione.

Nel tempo, la normalizzazione dei prezzi alla produzione cinesi ha favorito la diminuzione dei prezzi all'importazione di beni all'interno dell'area. Un'ampia quota delle esportazioni cinesi è espressa in dollari statunitensi, e i prezzi delle esportazioni in tale valuta sono diminuiti di pari passo all'IPP cinese (cfr. il grafico B). Trasposti in euro, i prezzi delle esportazioni cinesi sono diminuiti, a giugno, del 15 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Se da un lato la normalizzazione dei prezzi alla produzione cinesi può aver contribuito alla moderazione di quelli all'esportazione, anche le imprese cinesi avrebbero abbassato i prezzi per sostenere le vendite in un contesto di rallentamento della domanda estera. La propagazione della dinamica dei prezzi alle esportazioni cinesi attraverso paesi terzi potrebbe aver inciso altresì sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro.

Grafico B

Prezzi alla produzione e all'esportazione cinesi

(tasso di crescita sul periodo corrispondente, valori percentuali)



Fonti: istituto nazionale di statistica cinese, Federal Reserve Board, amministrazione doganale generale della Repubblica popolare cinese (per i prezzi all'esportazione di tale paese) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a luglio 2023.

L'analisi empirica conferma che gli shock alla domanda e all'offerta in Cina possono dare luogo a notevoli effetti di propagazione sui prezzi all'importazione di beni dall'esterno dell'area. Per quantificare l'impatto sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro degli shock alla domanda e all'offerta in Cina in confronto ad altri importanti shock, come quelli collegati alla domanda mondiale, alle strozzature dal lato dell'offerta e all'offerta di materie prime, si utilizza un modello di

autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) con restrizioni di segno^{2,3}. I risultati mostrano che la risposta mediana a uno shock dal lato della domanda in Cina che aggiunge 1 punto percentuale alla produzione industriale di tale paese ha un impatto positivo di circa 0,4 punti percentuali sia sull'IPP cinese sia sui prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro, data la maggiore entità di questi ultimi dovuta alla loro più elevata componente energetica di prezzo. La risposta dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area è influenzata anche dall'effetto indiretto di un aumento dei prezzi dell'energia a livello mondiale, in seguito allo shock dal lato della domanda in Cina. Uno shock positivo dal lato dell'offerta in Cina sembra abbassare l'IPP cinese di 0,3 punti percentuali e i prezzi all'importazione dall'esterno dell'area fino a 0,5 punti percentuali, provocando un picco di tali prezzi dopo circa sei mesi (cfr. il grafico C)⁴.

² L'analisi include i prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro, la produzione industriale e i prezzi alla produzione in Cina, i prezzi delle materie prime, la crescita relativa della produzione industriale nel paese e nel resto del mondo, nonché una misura delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale. Gli shock alla domanda e all'offerta in Cina sono identificati attraverso i diversi impatti sui prezzi alla produzione in tale paese. Gli shock alla domanda e all'offerta in Cina vengono distinti da quelli a livello mondiale ipotizzando che i primi abbiano un impatto sulla produzione interna in Cina maggiore che nel resto del mondo. Si ipotizza, inoltre, che uno shock positivo dal lato dell'offerta nel paese riduca i tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale.

³ Lo shock all'offerta di materie prime coglie le variazioni dei prezzi dell'energia a livello internazionale che non siano giustificate da shock dal lato della domanda in Cina o a livello globale. Le forti variazioni dei prezzi all'importazione del gas nell'area dell'euro negli ultimi anni non sono individuabili in questa configurazione.

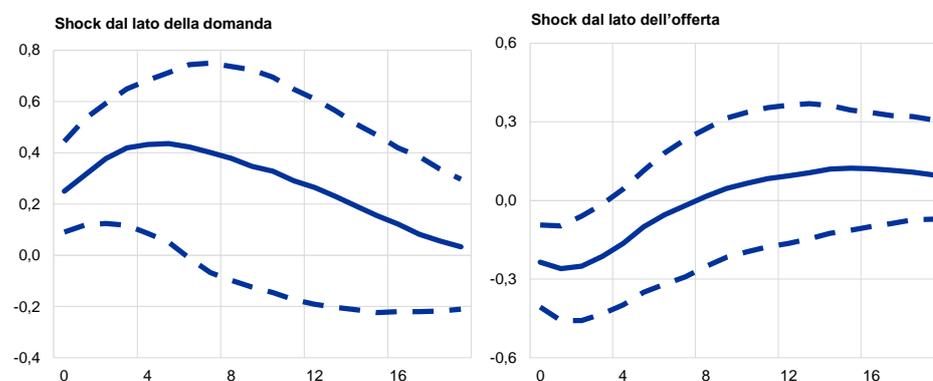
⁴ Le variazioni dei prezzi all'importazione nell'area dell'euro sono generalmente più ampie rispetto alla serie IPP cinese. Lo shock dal lato dell'offerta identificato in Cina, pertanto, incide su tale serie volatile più di quanto non lo faccia sull'IPP cinese.

Grafico C

Risposte agli shock di domanda e offerta in Cina

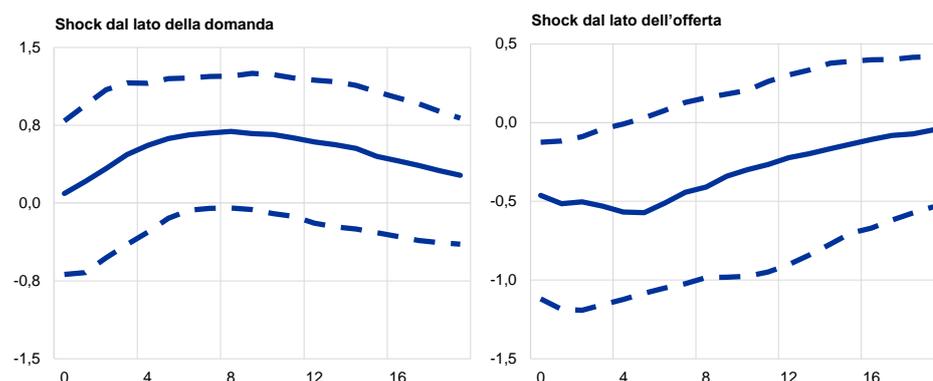
a) Risposta dell'IPP cinese

(asse delle ascisse: mesi; asse delle ordinate: variazioni percentuali)



b) Risposta dei prezzi all'importazione di beni nell'area dell'euro

(asse delle ascisse: mesi; asse delle ordinate: variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat, Haver, FMI, CPB, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

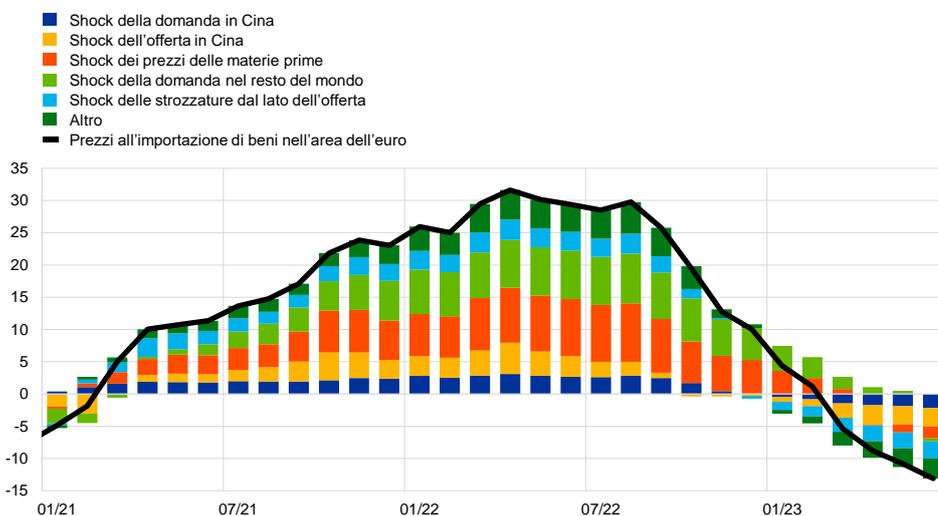
Note: tutte le serie sono utilizzate nell'analisi empirica per i tassi di crescita sui dodici mesi eccetto l'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo ai tempi di consegna dei fornitori. Il campione di stima va da gennaio 2006 a giugno 2023. Restrizioni di segno: shock alla domanda in Cina (+: crescita relativa, produzione industriale in Cina, IPP in Cina); shock all'offerta in Cina (0: prezzo delle materie prime; +: crescita relativa, produzione industriale in Cina; -: tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale, IPP in Cina, prezzi all'importazione dall'esterno dell'area); shock all'offerta di materie prime (+: prezzo delle materie prime, IPP cinese, prezzi all'importazione dall'esterno dell'area; -: produzione industriale in Cina; 0: tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale); shock alla domanda mondiale (+: prezzo delle materie prime, produzione industriale in Cina, tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale; -: crescita relativa); shock delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale (+: crescita relativa, tempi di consegna dei fornitori a livello mondiale; -: produzione industriale in Cina). Restrizioni sull'impatto. Le dimensioni degli shock sono calibrate in modo da aggiungere un punto percentuale alla produzione industriale in Cina. Le linee tratteggiate si riferiscono a intervalli di confidenza del 68 per cento.

Gli shock interni in Cina hanno svolto un ruolo tangibile nell'impennata dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro a partire dal 2021, nonché nell'inversione registrata negli ultimi mesi. I risultati empirici indicano che in tale periodo gli shock alla domanda e all'offerta in Cina hanno fornito, congiuntamente, un contributo fino a 8 punti percentuali all'aumento dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area dell'euro, pari a circa un quarto dell'aumento complessivo (cfr. il grafico D). A giugno 2023 gli andamenti in Cina hanno contribuito per 5 punti percentuali al calo dei prezzi all'importazione dall'esterno dell'area. Il restante calo è giustificato da un indebolimento della domanda mondiale, dall'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta e da shock negativi all'approvvigionamento di materie prime.

Grafico D

Scomposizione storica degli shock ai prezzi all'importazione di beni nell'area dell'euro

(deviazioni dallo stato di equilibrio, valori percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, Haver, FMI, CPB, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

L'impatto dei prezzi più bassi in Cina sull'inflazione complessiva dell'area dell'euro è più contenuto.

Una stima più accurata dell'impatto richiederebbe una complessa modellizzazione della catena del prodotto dai prezzi all'importazione ai prezzi al consumo, analisi che esula dall'ambito di indagine del presente riquadro. Tuttavia un valore approssimativo può essere ricavato dalle stime del contenuto delle importazioni nei prezzi al consumo applicati nell'area dell'euro, pari al 29 per cento per i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). Si tratta della componente dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) con il più elevato contenuto di importazioni tra le principali componenti (costituite da energia, alimentari, servizi e NEIG) e pertanto quella su cui probabilmente incidono in misura maggiore gli andamenti che interessano partner commerciali strategici come la Cina. Tale contenuto di importazioni implicherebbe un impatto negativo massimo di 1,5 punti percentuali sull'inflazione dei beni industriali non energetici. Poiché questi ultimi rappresentano circa un quarto dello IAPC, ciò comporterebbe una riduzione dell'inflazione misurata sullo IAPC, nell'area dell'euro, pari a 0,4 punti percentuali. Queste stime preliminari non forniscono informazioni sui tempi con cui tale trasmissione si verificherebbe, dal momento che una considerevole quota (il 43 per cento) delle importazioni dalla Cina è costituita da beni intermedi e l'impatto sui prezzi al consumo potrebbe pertanto richiedere del tempo per propagarsi appieno.

Struttura industriale ed effetti della politica monetaria sull'economia reale

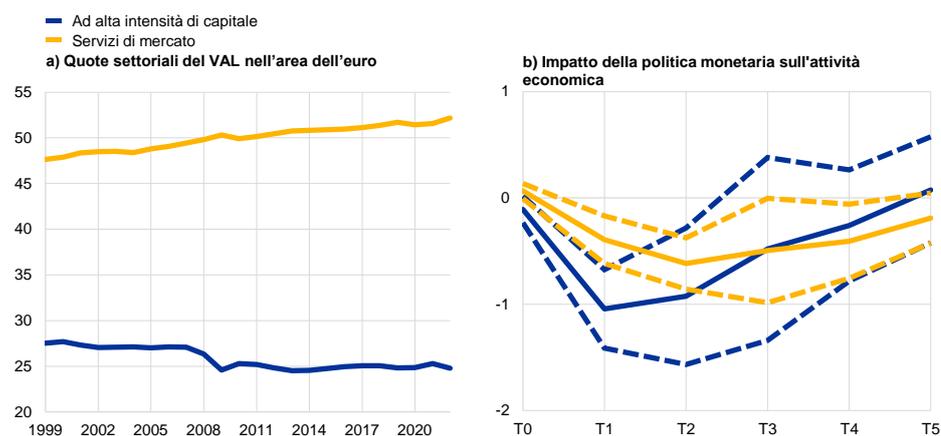
a cura di Sebastian Hauptmeier e Frédéric Holm-Hadulla

L'intensità di servizi nell'economia dell'area dell'euro è aumentata dall'introduzione della moneta unica. Tra il 1999 e il 2022 la quota dei servizi di mercato nel valore aggiunto lordo (VAL) dell'area dell'euro è aumentata di circa 4½ punti percentuali, passando da poco meno del 48 a oltre il 52 per cento (cfr. il pannello a) del grafico A). Nello stesso periodo, la quota di VAL rappresentata dall'industria (incluso il settore manifatturiero) e dalle costruzioni, che in genere sono considerati settori ad alta intensità di capitale, è diminuita di circa 2½ punti percentuali, passando da circa il 27½ a circa il 25 per cento.

Grafico A

VAL dei settori ad alta intensità di capitale e dei servizi di mercato: evoluzione e risposta alla politica monetaria

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli autori.

Note: nel pannello a) il settore dei servizi di mercato include, tra l'altro, il commercio all'ingrosso e al dettaglio, i trasporti, i servizi di alloggio e ristorazione, l'informazione e la comunicazione e i servizi finanziari e immobiliari. Il settore ad alta intensità di capitale include, tra l'altro, le attività estrattive, l'industria manifatturiera, la fornitura di energia e acqua e le costruzioni. Il pannello b) mostra l'impatto di un rialzo del tasso di riferimento di 25 punti su un periodo di cinque anni (da T0 a T5). Le linee tratteggiate indicano intervalli di confidenza al 90 per cento.

Il presente riquadro fornisce una nuova analisi dell'ipotesi secondo cui l'intensità di servizi all'interno di un'economia incide sulla trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Le evidenze empiriche indicano che la composizione settoriale del prodotto ha implicazioni in merito all'impatto della politica monetaria dovute, ad esempio, alla più elevata sensibilità all'aumento dei tassi di interesse che caratterizza i settori ad alta intensità di capitale¹. L'analisi qui condotta si basa su una minuziosa scomposizione geografica del livello e della composizione

¹ Cfr., ad esempio, Carlino, G. e DeFina, R., "The Differential Regional Effects of Monetary Policy", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 80(4), novembre 1999, pagg. 572-587; nonché Peersman, G. e Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, vol. 115(503), aprile 2005, pagg. 319-342.

dell'attività economica nell'area dell'euro. I dati sono desunti dalla base dati regionale annuale della Commissione europea (ARDECO)² e si riferiscono alla disaggregazione regionale più granulare tra quelle disponibili (di livello NUTS3, corrispondente grosso modo a città e circoscrizioni). La granularità dei dati offre due vantaggi per l'analisi econometrica delle implicazioni di una più alta intensità di servizi per la trasmissione della politica monetaria: in primo luogo consente l'incorporazione di una pluralità di fattori di disturbo che in genere complicano l'identificazione degli effetti della politica monetaria a livello macroeconomico; in secondo luogo, la variazione residua nel livello e nella composizione dell'attività economica su scala regionale rimane considerevole anche dopo aver tenuto conto di tali fattori macroeconomici. Per stimare l'impatto dinamico delle variazioni esogene della politica monetaria sull'attività economica regionale si utilizza il metodo delle proiezioni locali³.

Le modalità attraverso cui le riallocazioni settoriali incidono sulla trasmissione della politica monetaria vengono analizzate in due fasi.

In primo luogo si confrontano gli effetti della politica monetaria sul VAL dei servizi rispetto ai corrispondenti effetti nel settore manifatturiero e nelle costruzioni (i settori ad alta intensità di capitale). In secondo luogo viene stimata l'interazione tra l'intensità di servizi e la trasmissione della politica monetaria rispetto al VAL complessivo. La prima fase verifica l'eterogeneità nei profili di risposta dei diversi tipi di attività e pertanto valuta se la trasmissione della politica monetaria avvenga in maniera diversa nei vari settori dell'economia. La seconda mostra la rilevanza di tale eterogeneità nel determinare gli effetti della politica monetaria sull'economia reale, ossia in che misura la composizione settoriale dell'economia incida sulla trasmissione della politica monetaria.

L'impatto della politica monetaria sui servizi è significativo, anche se più debole e più tardivo rispetto a quello sulla manifattura e sulle costruzioni.

La risposta dei servizi diventa visibile nell'anno successivo allo shock di politica monetaria e, per un inasprimento di 25 punti base, raggiunge un picco negativo dello 0,6 per cento circa nel corso del secondo anno (cfr. la linea gialla nel pannello b) del grafico A)⁴. Tale risposta, pertanto, è più debole e più tardiva rispetto a quella nei settori manifatturiero e delle costruzioni, che raggiunge il suo punto minimo nel corso del primo anno, contraendosi di circa 1 punto percentuale (cfr. la linea blu)⁵. La differenza è plausibile alla luce del più forte impatto esercitato dal canale di trasmissione della politica monetaria dei tassi di interesse sui settori di attività economica a più alta intensità di capitale ed è qualitativamente coerente con le

² ARDECO sta per [Annual Regional Database of the European Commission](#).

³ Per informazioni dettagliate sui dati e sulla metodologia, cfr. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Nikalixi, K., "Monetary policy and regional inequality", *Working Paper Series*, n. 2385, BCE, marzo 2020.

⁴ Il modello è simmetrico, pertanto risultati analoghi si applicano in caso di una politica monetaria espansiva.

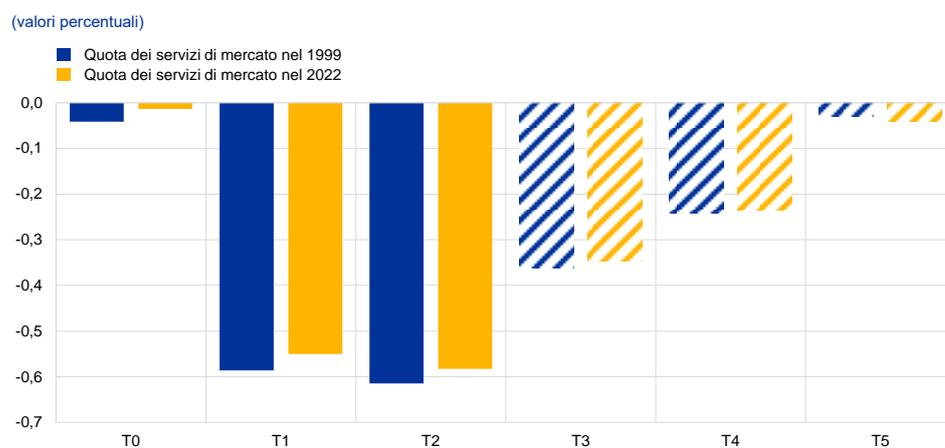
⁵ Una potenziale limitazione è costituita dal fatto che ciascuno dei due comparti (ad alta intensità di capitale e dei servizi) comprende un diverso insieme di attività economiche, che a loro volta potrebbero differire nella reattività alla politica monetaria. Scomponendo ulteriormente questi gruppi, i principali risultati della nostra analisi rimangono invariati. Tuttavia, la scomposizione più granulare a oggi disponibile a livello regionale accorpa comunque, ad esempio, i servizi di alloggio e ristorazione con i trasporti e lo stoccaggio, ovvero settori generalmente caratterizzati da diverse intensità di capitale.

relative analisi condotte a livello aggregato⁶. Al contempo, le stime confermano che i servizi rispondono in maniera statisticamente ed economicamente rilevante agli shock di politica monetaria, a seguito di due fattori: a) anche i servizi richiedono spesso input di capitale non trascurabili; b) la politica monetaria si trasmette anche attraverso canali diversi dalla reattività del capitale ai tassi di interesse⁷.

Pertanto, una più elevata intensità di servizi frena la trasmissione della politica monetaria all'economia reale nel breve periodo, con un effetto tuttavia moderato. In linea con le risposte eterogenee tra settori, l'impatto della politica monetaria sul PIL si indebolisce all'aumentare dell'intensità di servizi all'interno dell'economia (cfr. il grafico B). L'effetto è statisticamente rilevante per circa due anni dopo lo shock e, raggiungendo il picco massimo nel secondo anno, attenua l'effetto in termini reali di un inasprimento della politica monetaria di 25 punti base di circa 1 punto base per ogni punto percentuale aggiunto alla quota dei servizi. L'aumento della quota dei servizi osservato nell'economia dell'area dell'euro dall'introduzione della moneta unica è di circa 4½ punti percentuali, con un conseguente impatto frenante di circa 4 punti base. Ciò corrisponde a meno del 10 per cento della risposta massima del PIL al medesimo shock⁸.

Grafico B

Effetto della maggiore intensità di servizi sulla trasmissione della politica monetaria



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni a cura degli autori.

Note: il grafico mostra l'impatto di un incremento del tasso di riferimento di 25 punti base su un periodo di cinque anni (da T0 a T5), condizionato alle quote di servizi prevalenti, rispettivamente, nel 1999 e nel 2022. Esso corrisponde alla somma tra il coefficiente relativo al tasso di riferimento della politica monetaria e il coefficiente di un termine di interazione fra il tasso di riferimento della politica monetaria e la quota di servizi. Per tutti gli altri aspetti, la specificazione è identica all'equazione 1 in Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Nikalaxi, K., op. cit. Gli istogrammi non tratteggiati indicano che gli effetti sono significativi a un livello pari ad almeno il 10 per cento.

⁶ Altri fattori hanno subito importanti cambiamenti dalla nascita dell'euro e potrebbero implicare eterogeneità nella trasmissione tra i diversi settori. Per esempio, i più elevati livelli di indebitamento delle famiglie potrebbero aver potenziato gli effetti della politica monetaria (cfr., ad esempio, Kim, Y. e Lim, H., "Transmission of monetary policy in times of high household debt", *Journal of Macroeconomics*, vol. 63, marzo 2020).

⁷ Ad esempio, la combinazione di concorrenza imperfetta e rigidità di prezzo potrebbe determinare effetti reali più marcati della politica monetaria nel settore non-tradable (che tendenzialmente è costituito in prevalenza da servizi); cfr. Lane, P.R., "Inflation in open economies", *Journal of International Economics*, vol. 42(3-4), maggio 1997, pagg. 327-347.

⁸ Per ulteriori evidenze sul ruolo limitato dell'intensità di servizi nel determinare la trasmissione della politica monetaria all'economia reale, cfr. Coeuré, B., "The rise of services and the transmission of monetary policy", intervento pronunciato in occasione della 21a Geneva Conference on the World Economy, maggio 2019.

5 Fattori alla base del recente andamento delle aspettative delle imprese sull'attività nei diversi settori

a cura di Niccolò Battistini e Pedro Neves

Le aspettative delle imprese sull'attività si sono deteriorate dalla metà del 2022 e il calo si è verificato prima dell'indebolimento della crescita economica nell'area dell'euro. Secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese, dal terzo trimestre del 2022 le aspettative a breve termine sull'attività da parte di queste ultime sono peggiorate sul periodo corrispondente. Tale deterioramento ha prefigurato il successivo rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro, sebbene sia stato caratterizzato da un ritmo diverso in base al settore. Il presente riquadro analizza un nuovo indice composito di tipo bottom-up delle aspettative da parte delle imprese sull'attività dei diversi settori. Valuta altresì il ruolo rivestito dalle determinanti strutturali dell'indice, avvalendosi di dati disaggregati relativi alle aspettative e ai limiti alla produzione desunti dall'indagine della Commissione europea presso le imprese.

L'indice composito di tipo bottom-up delle aspettative delle imprese sull'attività rappresenta un buon indicatore anticipatore del PIL in termini reali. È calcolato come media ponderata del saldo delle risposte all'indagine sulle aspettative a breve termine per l'attività in tre settori principali: aspettative a tre mesi relative alla produzione del settore manifatturiero, aspettative a tre mesi relative alla domanda nel settore dei servizi e una valutazione del livello degli ordini per le costruzioni¹. L'indice composito, misurato il primo mese di ogni trimestre, è fortemente correlato con il tasso di crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali nello stesso trimestre, analogamente a indici più ampi, quali l'indice del clima economico della Commissione europea (Economic Sentiment Indicator, ESI) e l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) di S&P (cfr. la tavola A)². A livello settoriale, ciascuna componente presenta anche una forte correlazione con i dati sul valore aggiunto settoriale e le correlazioni sono simili a quelle mostrate nella tavola A.

¹ I pesi si basano sulle quote per settore del valore aggiunto lordo totale, al netto delle attività del comparto dei servizi non di mercato (incluse nella classificazione NACE Rev. 2, lettere O, P e Q, che corrispondono a pubblica amministrazione, difesa, istruzione, sanità e assistenza sociale). Una volta riscalati, i pesi corrispondono a circa il 22 per cento per il settore manifatturiero, il 7 per le costruzioni e il 71 per i servizi.

² Nel complesso, gli indici del clima di fiducia e quelli desunti dalle indagini presentano notoriamente delle buone correlazioni con i dati quantitativi sui tassi di crescita sul periodo corrispondente. Cfr., ad esempio, le evidenze in Camacho, M. e Perez-Quiros, G., "Introducing the euro-sting: Short-term indicator of euro area growth", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, numero 4, pagg. 663-694, maggio 2010.

Tavola A

Correlazioni storiche tra gli indicatori desunti dalle indagini e la crescita del PIL in termini reali

Coefficiente di correlazione	Aspettative delle imprese sull'attività	Indicatori del clima di fiducia	Indice dei responsabili degli acquisti
Dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2023	0,76	0,79	0,76
Dal primo trimestre del 1999 al quarto trimestre del 2019	0,87	0,91	0,86

Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN), S&P Global ed elaborazioni della BCE.

Note: la correlazione è calcolata fra gli indicatori delle indagini a livelli standardizzati nel primo mese di ciascun trimestre e i tassi di crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali per lo stesso trimestre. In connessione con ciò, ma non riportato nella tavola, si noti che la correlazione tra la variazione sul periodo corrispondente degli indicatori standardizzati ricavati dalle indagini e il tasso di crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è lievemente inferiore nel campione precedente la pandemia. Tuttavia, è aumentata dall'inizio della pandemia, fornendo un'indicazione relativamente buona della dinamica della crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente nella ripresa successiva alla pandemia.

Per valutare l'impatto dei fattori strutturali sulle aspettative delle imprese circa l'attività ci si avvale di un modello empirico. È stato stimato un modello di autoregressione vettoriale strutturale bayesiano (BSVAR) per ogni settore e poi a livello aggregato per quantificare l'impatto dei fattori strutturali alla base dell'indice composito. Il modello include misure delle aspettative delle imprese circa l'attività e i prezzi, nonché la percezione di quali fattori limitino la produzione (domanda dei prodotti, condizioni finanziarie, carenze di forza lavoro, carenze di materiali e/o attrezzature e/o altri fattori, connesse, ad esempio, agli andamenti regolamentari o, più di recente, pandemici). Utilizza restrizioni di segno e ampiezza per identificare tre shock della domanda (domanda di prodotti, condizioni finanziarie e altri shock della domanda) e tre dell'offerta (manodopera, materiali e altri shock dell'offerta)³.

Il modello mostra che le tendenze recenti nelle aspettative delle imprese sull'attività sono state determinate dal deterioramento della domanda, in parte compensato dall'offerta in ripresa. Le aspettative delle imprese hanno subito un forte calo durante la crisi finanziaria mondiale e la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, principalmente a causa di determinanti dal lato della domanda (cfr. il pannello a) del grafico A). Più recentemente se ne è osservata una brusca diminuzione nel 2020 a causa del diffondersi della pandemia, seguita, tuttavia, da una ripresa nel 2021, con la riapertura delle attività economiche (cfr. il pannello b) del grafico A). Anche in questo frangente le aspettative hanno subito principalmente gli effetti delle forze legate alla domanda, sebbene anche i fattori dal lato dell'offerta abbiano rivestito un ruolo importante. Tuttavia, in base al modello, le aspettative delle imprese si sono indebolite alla fine del 2022, principalmente per effetto di fattori dal lato dell'offerta. Tale calo delle aspettative ha prefigurato la recente flessione

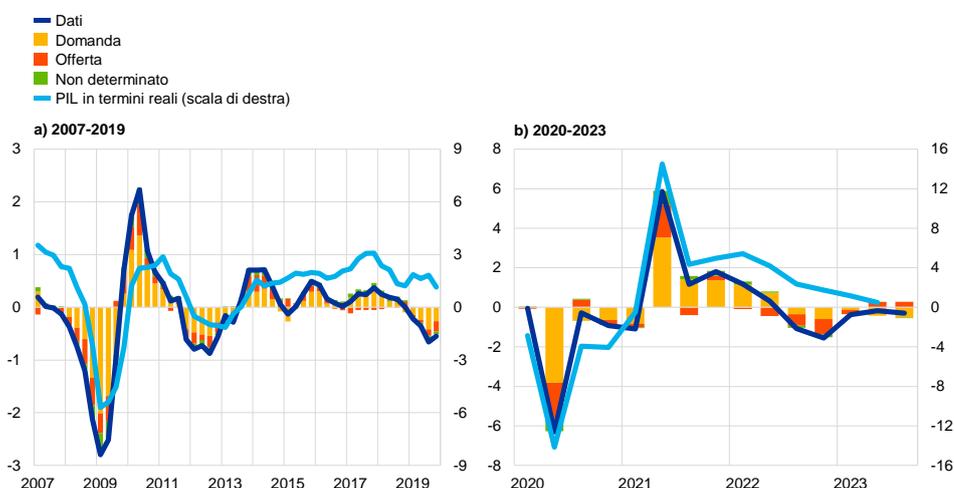
³ Tutte le variabili sono prima standardizzate e poi differenziate. Con riferimento agli shock strutturali, la domanda di prodotti, le condizioni finanziarie e altri shock della domanda, che sono inclusi nella domanda aggregata, determinano un aumento dell'attività e dei prezzi. La manodopera, i materiali e altri shock dell'offerta, che appartengono all'offerta aggregata, determinano un aumento dell'attività, ma una riduzione dei prezzi. Ogni shock induce la riduzione massima nel suo limite specifico per fattore. Il modello BSVAR è stimato con selezione della distribuzione a priori, aggiustamento per l'eteroschedasticità legata al COVID-19 e restrizioni di segno e ampiezza. Per dettagli sulla selezione della distribuzione a priori, cfr. Giannone, D., Lenza, M. e Primiceri, G.E., "Prior Selection for Vector Autoregressions", *The Review of Economics and Statistics*; vol. 97, numero 2, 2015, pagg. 436-451. Per dettagli sull'aggiustamento per l'eteroschedasticità legata al COVID-19, cfr. Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, numero 4, giugno/luglio 2022, pagg. 688-699.

della dinamica espansiva del PIL in termini reali. Nel corso dell'anno fino al terzo trimestre del 2023 le aspettative delle imprese hanno risentito della domanda contenuta, in parte compensata dall'offerta favorevole. I risultati ottenuti dall'impiego di tale modello attribuiscono più importanza ai fattori dal lato della domanda rispetto ad altri studi, secondo i quali i fattori legati all'offerta hanno avuto un ruolo più importante nell'andamento dell'attività delle imprese, in particolar modo all'inizio della pandemia, nel 2020. Ciò potrebbe riflettere ipotesi di modellizzazione differenti, la natura prospettica degli indicatori basati sulle aspettative o il fatto che altri studi prendessero in considerazione l'economia in termini aggregati, e quindi un ambito più ampio rispetto ai settori considerati nel presente riquadro⁴.

Grafico A

Determinanti storiche delle aspettative delle imprese sull'attività

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali, saldi standardizzati)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito delle aspettative sull'attività è calcolato come media ponderata degli indici delle aspettative a tre mesi relative alla produzione e alla domanda del settore manifatturiero e dei servizi, rispettivamente, e una valutazione del livello degli ordini per le costruzioni. Il modello BSVAR è stimato con selezione della distribuzione a priori, aggiustamento per l'eteroschedasticità legata al COVID-19 e restrizioni di segno e ampiezza. Il campione si basa sui dati dell'euro relativi al periodo compreso fra il primo trimestre del 1999 e il terzo del 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023.

La scomposizione dettagliata basata sul modello suggerisce che l'inasprimento delle condizioni finanziarie e il rallentamento della domanda di prodotti hanno rappresentato il principale freno alle aspettative delle imprese sull'attività nel terzo trimestre del 2023.

Rispetto al periodo corrispondente, nel terzo trimestre del 2023 le aspettative delle imprese del settore manifatturiero e delle costruzioni hanno subito un calo più marcato rispetto ai servizi. Ciò è da ricondursi principalmente al peggioramento delle condizioni finanziarie, che ha interessato tutti

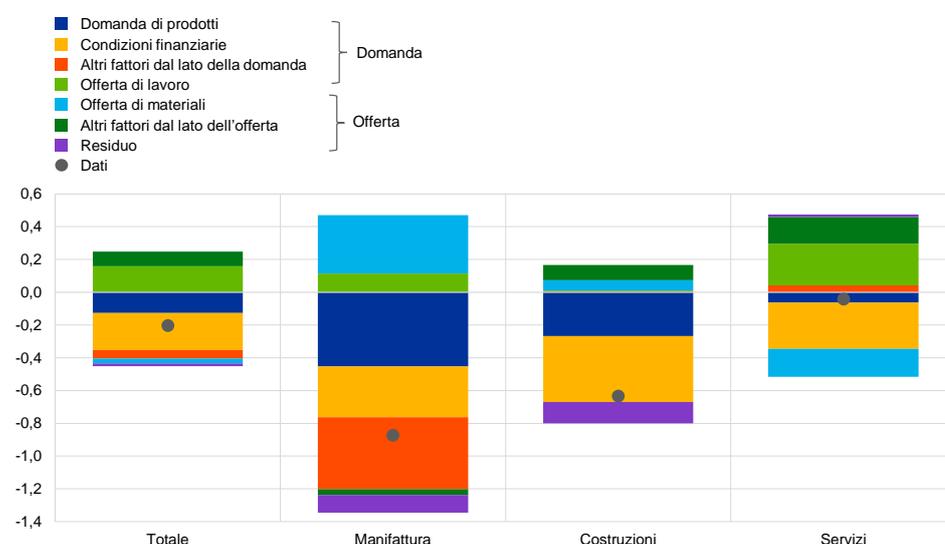
⁴ Tali ragioni, insieme alle differenze nel numero di variabili, nella quantità di shock limitati, nel campione considerato e nel trattamento statistico del periodo del COVID-19, spiegano la differenza rispetto, ad esempio, ai risultati presentati nel riquadro "Una valutazione basata su modelli delle determinanti dell'attività economica" all'interno dell'articolo 1 [Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2023 di questo Bollettino e nel riquadro 1 [Le interruzioni nelle catene di approvvigionamento e i loro effetti sull'economia internazionale](#) nel numero 8/2021 di questo Bollettino. Tuttavia, i risultati emersi nel presente riquadro sono in linea con quelli esposti in studi basati su dati prospettici desunti dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, come quelli citati nell'articolo 1 [Prezzi dell'energia e consumi privati: i canali di trasmissione](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

e tre i settori (cfr. il grafico B). Sulle aspettative ha inciso altresì la domanda di prodotti avversa, in parte dovuta al perdurare della riduzione delle scorte di magazzino da parte delle industrie. Le attese sono state tuttavia sostenute da una ripresa dell'offerta (in particolare di materiali) nei settori della manifattura e delle costruzioni, oltre a beneficiare di un'offerta favorevole di manodopera e di altri fattori dal lato dell'offerta, collegati al protrarsi degli effetti legati alle riaperture nel comparto dei servizi⁵.

Grafico B

Determinanti delle aspettative delle imprese sull'attività per settore e scomposizione degli shock nel terzo trimestre del 2023

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali, saldi standardizzati)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN) ed elaborazioni della BCE.
 Note: l'indicatore composito delle aspettative sull'attività è calcolato come media ponderata degli indici delle aspettative a tre mesi relative alla produzione e alla domanda del settore manifatturiero e dei servizi, rispettivamente, e una valutazione del livello degli ordini per le costruzioni. Il modello BSVAR è stimato con selezione della distribuzione a priori, aggiustamento per l'eteroschedasticità legata al COVID-19 e restrizioni di segno e ampiezza. Il campione si basa sui dati dell'area dell'euro relativi al periodo compreso fra il primo trimestre del 1999 e il terzo del 2023.

Un'analisi più approfondita tra i vari sottosettori offre informazioni più dettagliate sugli andamenti intersettoriali.

Il grafico C mostra una panoramica della scomposizione basata sul modello tra i principali gruppi industriali e servizi ai consumatori, stimata separatamente rispetto all'aggregazione di tipo bottom-up dell'indice composito, con riferimento al terzo trimestre del 2023. Tutti i gruppi del settore manifatturiero sono stati interessati dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento, mentre la riduzione della domanda di prodotti ha inciso principalmente sui beni intermedi e di investimento (che presentano un nesso più stretto con gli investimenti), piuttosto che sui beni di consumo (più strettamente collegati ai consumi finali delle famiglie)⁶. Sul sottosettore dei beni di investimento

⁵ Ciò è altresì coerente con i [principali risultati dei recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#).

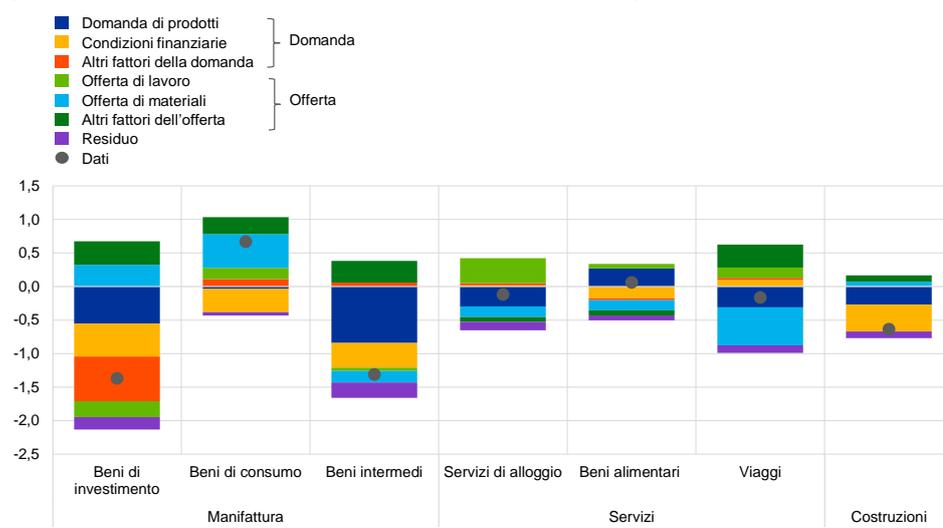
⁶ Coerentemente con le evidenze emerse dal modello, i [principali risultati dei recenti contatti della BCE con le società non finanziarie](#) mostrano che i produttori di beni intermedi hanno risentito in misura particolarmente marcata della diminuzione della domanda a partire dall'inizio del 2023, a causa del protrarsi della riduzione delle scorte di magazzino lungo la catena di approvvigionamento.

hanno inciso altri fattori dal lato della domanda, forse legati a ostacoli relativi alla transizione ecologica nel settore automobilistico⁷. I servizi di consumo hanno beneficiato degli effetti positivi dell'offerta di manodopera, principalmente nei servizi di alloggio, mentre hanno risentito in ritardo degli effetti avversi della debole offerta di materiali, soprattutto per i viaggi.

Grafico C

Determinanti delle aspettative delle imprese sull'attività per sottosettore e scomposizione degli shock nel terzo trimestre del 2023

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali, saldi standardizzati)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indicatore composito delle aspettative sull'attività è calcolato come media ponderata degli indici delle aspettative a tre mesi relative alla produzione e alla domanda del settore manifatturiero e dei servizi, rispettivamente, e una valutazione del livello degli ordini per le costruzioni. Il modello BSVAR è stimato con selezione della distribuzione a priori, aggiustamento per l'eteroschedasticità legata al COVID-19 e restrizioni di segno e ampiezza. Il campione si basa sui dati dell'area dell'euro relativi al periodo compreso fra il primo trimestre del 1999 e il terzo del 2023.

Nel complesso il modello fornisce una valutazione dei fattori alla base delle aspettative delle imprese sull'attività tra i vari settori e dell'andamento implicito della crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro. Mentre il

miglioramento dei fattori dal lato dell'offerta dovrebbe sostenere l'attività, le condizioni di finanziamento peggiori e il calo della domanda in tutti i settori offuscano le prospettive relative al settore manifatturiero per il terzo trimestre del 2023. In prospettiva, nonostante le attese per i servizi siano più solide, il calo graduale degli effetti favorevoli legati alle riaperture e il maggiore impatto avverso dell'inasprimento delle condizioni finanziarie stanno esercitando una pressione al ribasso sulle aspettative.

⁷ Una scomposizione basata sul modello per il settore automobilistico mostra che tale comparto è stato colpito da altri shock della domanda, che hanno preceduto l'insorgere della pandemia e sono divenuti predominanti dall'inizio del 2023. Un'analisi più approfondita del settore automobilistico è disponibile nel riquadro 2 *Il settore degli autoveicoli: motivazioni alla base del calo della produzione e dell'aumento dei prezzi* nel numero 7/2022 di questo Bollettino.

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

a cura di Gwenaël Le Breton, Richard Morris, Moreno Roma, Desislava Rusinova e Octavia Hedwig Zahrt

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 56 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 25 settembre e il 5 ottobre 2023¹.

In media, le società contattate hanno descritto un peggioramento dell'attività, in linea con una lieve contrazione del prodotto nel terzo e quarto trimestre del 2023, nonché una moderazione della crescita dei prezzi (cfr. il grafico A).

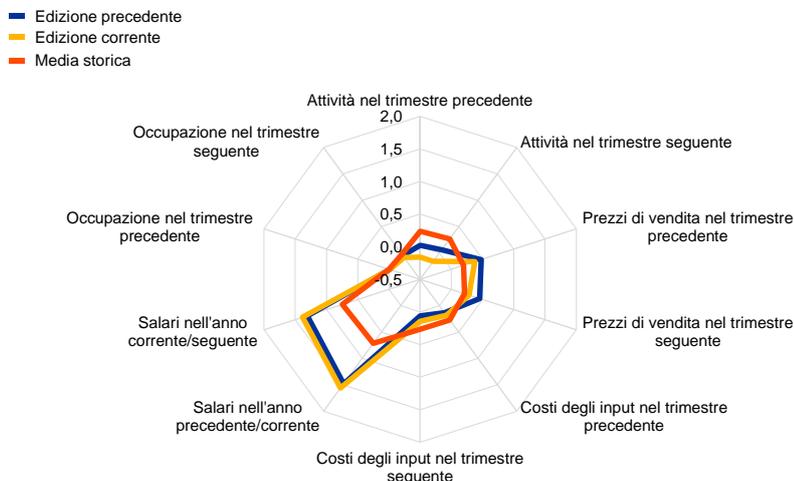
Analogamente agli ultimi trimestri, i livelli indicati e la crescita dell'attività hanno continuato a mostrare variazioni significative. I settori con risultati insoddisfacenti sono rimasti deboli più a lungo del previsto, mentre nei settori con risultati migliori alcuni dei fattori trainanti della crescita hanno iniziato a venir meno. L'occupazione è risultata stabile, mentre in prospettiva è stata segnalata in lieve peggioramento. Nel contempo, la crescita dei prezzi ha continuato a moderarsi, in un contesto caratterizzato da costi degli input stabili, e le pressioni salariali attese sono state ancora vigorose, nonostante la lieve diminuzione della dinamica salariale prevista per il 2024.

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

Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite circa l'attività, l'occupazione, i prezzi e i costi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché circa gli andamenti dei salari rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono rispettivamente al terzo e quarto trimestre del 2023, mentre per l'edizione precedente si riferiscono al secondo e al terzo trimestre del 2023. Le interlocuzioni con le società contattate che hanno avuto luogo a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica riflette una media dei punteggi raccolti utilizzando sintesi di contatti avuti in passato che risalgono fino al 2008.

Nel settore industriale l'attività è rimasta debole, oppure si è ridotta, per quanto riguarda i beni intermedi, i beni di consumo durevoli e le costruzioni.

Secondo quanto affermato dai referenti, le vendite di beni di consumo elettronici e di articoli per la casa durevoli sono rimaste modeste o sono andate diminuendo a causa della contrazione della domanda dovuta sia alla diminuzione del reddito delle famiglie, sia al fatto che gli acquisti di tali beni sono stati anticipati ed effettuati durante la pandemia di COVID-19. Unitamente all'attività contenuta e ulteriormente in calo nel settore delle costruzioni e alla correzione delle scorte in atto in alcune parti della catena di approvvigionamento, ciò si è tradotto in una persistente debolezza della domanda di molti beni intermedi. I produttori e i distributori di acciaio, prodotti chimici e materiali da costruzione, in particolare, hanno segnalato una forte contrazione dell'attività. In altri comparti del settore manifatturiero l'attività ha invece mostrato una maggiore capacità di tenuta. Per la maggior parte dei beni di consumo non durevoli la domanda è stata piuttosto stabile e ha persino evidenziato alcune sacche di crescita. Inoltre, la produzione nel settore automobilistico e in quello dei beni di investimento si è presentata ancora elevata, o in crescita, data l'evasione degli ordinativi arretrati dovuti alle passate interruzioni dell'offerta. Tuttavia, in alcuni settori, in particolare quello automobilistico, gli ordini si sono ridotti, acuendo così le prospettive di tagli alla produzione nel prosieguo dell'anno o all'inizio del 2024, in assenza di una ripresa della domanda.

La perdurante debolezza della domanda di beni si è riflessa in una moderazione dell'attività nell'ambito dei trasporti e delle vendite al dettaglio, mentre il turismo e i servizi digitali hanno continuato a crescere con vigore.

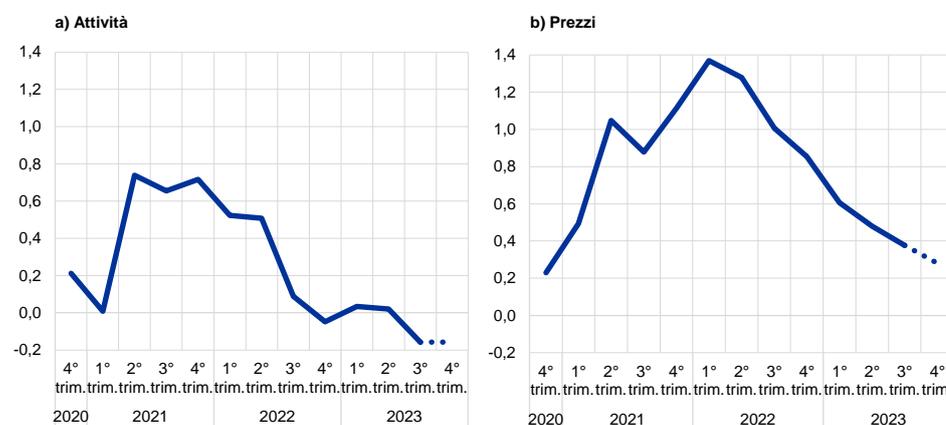
L'attività di spedizione, trasporto e stoccaggio di beni è diminuita ulteriormente nel terzo trimestre in relazione al tentativo, da parte di molte imprese, di ridurre il capitale circolante. Si è osservato che l'aumento stagionale delle spedizioni che solitamente si registra a livello mondiale fra agosto e settembre, riconducibile al trasporto di beni in vista delle festività natalizie, è stato molto più debole del solito. I commercianti al dettaglio di beni alimentari hanno continuato a rilevare una preferenza da parte dei consumatori per punti vendita e prodotti più economici ("downtrading"). Tuttavia, alcuni commercianti al dettaglio si sono mostrati più ottimisti in merito a una ripresa della spesa negli ultimi mesi dell'anno, in quanto le famiglie dovrebbero percepire in misura sempre maggiore i benefici generati dall'aumento dei salari. I referenti del settore del turismo e del trasporto aereo di passeggeri hanno dichiarato di aver avuto una stagione estiva molto positiva, in cui l'attività turistica ha raggiunto o addirittura superato i livelli precedenti la pandemia e i vincoli dal lato dell'offerta si sono allentati. In tale contesto, i costi più elevati per i viaggi di lunga percorrenza hanno favorito il turismo intraeuropeo. La pianificazione per il 2024 presuppone una prosecuzione della crescita, seppur in via di moderazione. L'attività nei servizi digitali ha continuato a segnare una notevole espansione, in parte sostenuta dalla crescente volontà delle imprese di mettere in campo soluzioni di intelligenza artificiale per contenere l'aumento del costo del lavoro, anche per compiti d'ufficio che richiedono un certo livello di competenza. Tuttavia, anche in questo settore in rapida crescita, vi sono state segnalazioni da parte di imprese nuove e di dimensioni più contenute di tempi lunghi per le trattative di vendita e di calo della domanda. Secondo i referenti, anche la domanda di servizi di consulenza più tradizionali è diminuita per via dei progetti messi in sospenso dai clienti.

Nel complesso, i referenti interpellati si sono mostrati piuttosto pessimisti circa le prospettive per il resto del 2023 e, in alcuni casi, per il 2024 (cfr. il pannello a) del grafico B). Le circostanze favorevoli create dall'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta si sono attenuate e, nel contempo, sono proseguite le difficoltà generate dalla contrazione dei redditi reali dovuta all'inflazione e all'aumento dei tassi di interesse. Alcuni referenti hanno pertanto posticipato, collocandole nella seconda metà del 2024, le aspettative di un'eventuale ripresa di un qualche rilievo dell'attività complessiva. Nonostante la disposizione da parte di molti dei referenti a voler captare segnali di una ripresa dei consumi aggregati, tali segnali non si erano ancora manifestati.

Grafico B

Dinamica delle indicazioni fornite circa l'andamento e le prospettive di attività e prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

I referenti hanno descritto un contesto occupazionale piuttosto stabile, che lasciava altresì intravedere segnali di indebolimento per il futuro.

Numerosi referenti hanno segnalato una certa riluttanza da parte delle imprese a ridurre il personale anche in settori in cui l'attività è stata debole, poiché non avrebbe avuto senso perdere personale qualificato con le condizioni del mercato del lavoro che in molti paesi sono rimaste sfavorevoli alla ricerca di nuovo personale. In molti casi l'adeguamento dell'input di lavoro, laddove necessario, è stato invece ottenuto ricorrendo meno al personale interinale, riducendo l'orario di lavoro o applicando regimi di sostegno alla riduzione dell'orario di lavoro finanziati dai governi. Le agenzie per l'impiego hanno segnalato una flessione della domanda di collocamento soprattutto nei settori manifatturiero e logistico. Molte imprese hanno ridotto, o hanno previsto di ridurre, l'organico sostituendo solo una parte del personale andato in pensione o comunque uscito dall'azienda, in particolare operai e amministrativi.

La crescita dei prezzi di vendita ha continuato a moderarsi in media nel terzo trimestre, con un'ulteriore riduzione prevista anche per il quarto trimestre (cfr. il pannello b) del grafico B).

Il quadro in termini aggregati cela dietro di sé, tuttavia, una notevole eterogeneità dovuta alle diverse condizioni di domanda e offerta e alle diverse pressioni sui costi nei vari settori. Negli ultimi mesi i prezzi nei settori in cui l'offerta ha recuperato terreno rispetto alla domanda (fra cui i settori automobilistico, dei beni di investimento, del turismo e dei viaggi) hanno continuato ad aumentare. Tuttavia, la maggior parte delle società contattate appartenenti a questi settori ha registrato un'attenuazione della crescita dei prezzi o una stabilizzazione dei prezzi al graduale riequilibrarsi di domanda e offerta. Per contro, la maggior parte delle società contattate nei settori dei beni di consumo non durevoli e in gran parte dei servizi alle imprese e ai consumatori ha anticipato un'ulteriore crescita dei prezzi, dal momento che i rincari degli input, in particolare derivanti dai

salari, sono stati trasmessi ai prezzi per preservare i margini di profitto. Le prospettive sui prezzi del settore agroalimentare sono risultate eterogenee, in funzione della misura in cui le passate pressioni dal lato dei costi erano già state assorbite. Tuttavia, ci si attendeva che i prezzi al dettaglio dei prodotti alimentari sarebbero scesi lievemente nei mesi a venire. Le imprese contattate in molti comparti specifici del settore delle costruzioni e nei settori dei beni intermedi e dei beni di consumo durevoli, nonché quelle coinvolte nel trasporto di beni, hanno perlopiù segnalato prezzi bassi e/o in calo. Ciò è riconducibile ai bassi livelli della domanda e ai costi dei materiali in calo o in fase di stabilizzazione, derivati a loro volta dalla riduzione dei prezzi di molte materie prime osservata a partire dallo scorso anno. Tale riduzione ha attenuato, nell'immediato, le pressioni dal lato dei costi cui hanno dovuto far fronte i settori ad alto impiego di input.

La dinamica salariale è rimasta vigorosa, nonostante le attese di una lieve moderazione per il prossimo anno. Dalla disamina di una media semplice tra i valori medi delle indicazioni quantitative raccolte è emerso che le società interpellate si aspettavano una crescita salariale in diminuzione, dal 5,6 per cento circa nel 2023 al 4,9 nel 2024, una stima molto simile a quella espressa tre mesi prima. Sebbene l'effetto ritardato delle pluriennali trattative passate eserciti ancora una significativa pressione al rialzo sui salari per il prossimo anno, nelle prospettive di alcune società interpellate sono emerse aspettative di un allentamento dell'inflazione e di una moderazione della domanda come potenziali fattori in grado di ridurre le rivendicazioni salariali o rafforzare la capacità delle imprese di opporvi resistenza.

L'inasprimento delle condizioni di finanziamento osservato sin dalla scorsa estate ha avuto un effetto molto più ampio sul settore industriale rispetto ai servizi (cfr. il pannello a) del grafico C). In questa edizione dell'indagine alle società interpellate è stato chiesto: a) come le variazioni nel costo e nella disponibilità dei finanziamenti a partire dalla metà del 2022 avessero inciso sulla loro attività negli ultimi dodici mesi; b) se si attendessero un impatto maggiore o minore di tali variazioni sulla loro attività nei successivi dodici mesi; c) quali fossero i principali fattori alla base di tale valutazione. Le risposte si sono quasi equamente suddivise tra le aziende che hanno dichiarato che le condizioni di finanziamento non avevano inciso sulla loro attività e quelle che hanno segnalato, invece, un effetto negativo. Le prime appartenevano principalmente al settore dei servizi, le seconde al settore industriale. Le società che hanno dichiarato che le più rigide condizioni di finanziamento non avevano inciso sulla loro attività hanno menzionato la propria solida posizione di liquidità, il limitato fabbisogno di finanziamento esterno, una lenta trasmissione dei tassi di interesse di mercato al costo medio del debito e una protratta disponibilità da parte delle banche a erogare prestiti a tassi ragionevoli. Due terzi dei referenti del settore industriale hanno affermato che le più rigide condizioni di finanziamento stavano avendo un effetto negativo sulla rispettiva operatività, direttamente, attraverso il finanziamento ricevuto, oppure indirettamente, per via di una riduzione della domanda. Numerose società hanno indicato che le banche e gli investitori istituzionali stavano rivolgendo maggiore attenzione al rischio di credito, o che il più elevato costo del capitale aveva fatto aumentare il tasso di rendimento richiesto per i loro investimenti. Molte ritenevano che le condizioni di

finanziamento frenassero la domanda dei loro prodotti, in particolare quelle operanti nei settori delle costruzioni e dei beni di investimento e i relativi fornitori.

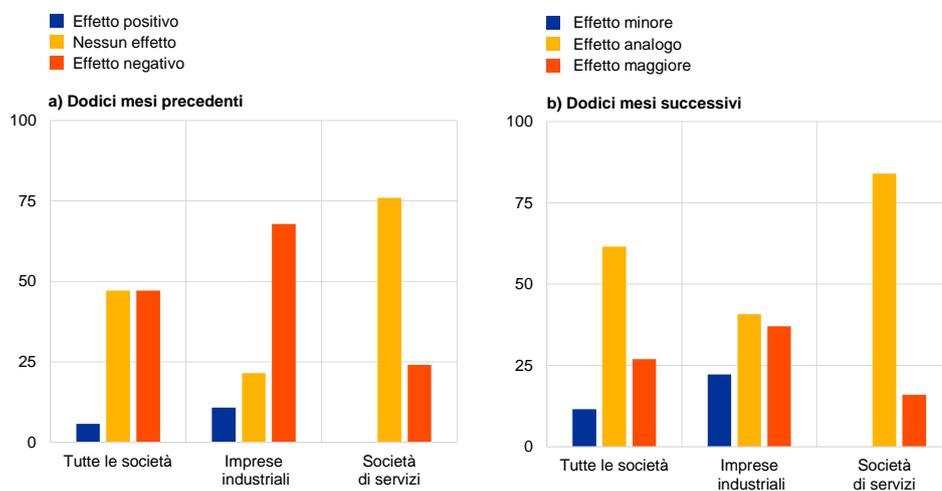
Nel complesso, le società interpellate si attendevano che l'effetto dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento sull'attività si sarebbe intensificato nei dodici mesi successivi (cfr. il pannello b) del grafico C).

La maggior parte dei referenti ha ritenuto che non vi sarebbero stati cambiamenti significativi nel modo in cui le inasprite condizioni di finanziamento avrebbero inciso sulla loro attività nei dodici mesi successivi rispetto ai dodici mesi precedenti. Questo insieme comprendeva perlopiù aziende che operano nel settore dei servizi, le quali non si attendevano alcun effetto dall'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Delle società interpellate che hanno segnalato un cambiamento, il 27 per cento si attendeva che le più rigide condizioni di finanziamento avrebbero determinato un effetto più ampio sulla loro attività, mentre soltanto il 12 per cento si attendeva un effetto minore. Alcune società hanno menzionato un maggiore bisogno di accesso al finanziamento esterno a causa di scadenze del debito esistente o di ingenti progetti di investimento. Altre hanno evidenziato come la domanda futura attesa agisca da determinante principale degli investimenti e il fatto che le revisioni al ribasso delle previsioni dovute all'attuale debolezza dell'attività si sarebbero probabilmente tradotte in una riduzione della spesa in conto capitale (ad esempio distribuendo nel tempo l'attuazione di investimenti pianificati). Le decisioni delle singole imprese sono state guidate dalla loro collocazione nel ciclo di investimento. In tale contesto, le turbative causate dalla pandemia di COVID-19 e i requisiti per la transizione verso l'azzeramento delle emissioni hanno dato luogo a una notevole eterogeneità. Le decisioni di investimento sono state influenzate anche da un'ampia gamma di altri fattori, con i costi degli input, i sussidi e l'incertezza normativa che, per molte aziende, attualmente svolgono un ruolo più importante rispetto alle condizioni di finanziamento.

Grafico C

Sintesi delle opinioni in merito all'effetto della variazione del costo e della disponibilità di finanziamenti sull'attività delle imprese

(percentuale delle risposte)



Fonte: BCE.

Note: in base alle risposte fornite dai 52 referenti intervistati, di cui 27 appartenenti ad aziende del settore industriale e 25 ad aziende del settore dei servizi.

L'inflazione dei canoni di locazione nell'area dell'euro

a cura di Rodolfo Arioli, Elena Bobeica, Moreno Roma e Michel Soudan

Con un contributo medio di 0,1 punti percentuali dal 1999, la componente dei canoni di locazione non è di norma una determinante essenziale degli andamenti dello IAPC nell'area dell'euro. Esaminando il periodo a partire dalla metà del 2022, nell'area dell'euro si osserva un notevole incremento del tasso di crescita sui dodici mesi dei canoni di locazione effettivi delle abitazioni, sebbene più contenuto rispetto al rincaro di altri servizi. Gli interrogativi sull'impatto inflazionistico dei canoni di affitto sono in gran parte stimolati dagli andamenti negli Stati Uniti, dove il loro rialzo è stato una determinante fondamentale del drastico aumento dell'inflazione dopo la pandemia. Nel valutare l'ipotesi che i canoni di locazione svolgano un ruolo altrettanto importante per la dinamica dell'inflazione nell'area dell'euro, occorre tenere conto dei problemi di misurazione, nonché delle varie specificità metodologiche e regolamentari che caratterizzano questa particolare componente dello IAPC.

Il contributo limitato che la crescita dei canoni di locazione apporta all'inflazione di fondo nell'area dell'euro riflette sia dinamiche moderate sia un peso relativamente modesto. Ad agosto 2023 l'inflazione effettiva dei canoni di affitto si è collocata al 2,8 per cento su base annua. Si tratta del livello più elevato dall'introduzione dell'euro, superiore di 1,2 punti percentuali alla media di lungo periodo segnata tra il 2000 e il 2019. Il suo contributo all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) dell'area dell'euro è stato pari a 0,24 punti percentuali, collocandosi 0,1 punti percentuali al di sopra della sua media di lungo periodo (cfr. il pannello a) del grafico A). L'apporto relativamente esiguo dei canoni di locazione all'inflazione dell'area dell'euro contrasta con quanto si osserva negli Stati Uniti. Oltreoceano, ad agosto 2023 il contributo dei canoni di locazione effettivi al dato relativo alla componente di fondo dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stato circa tre volte superiore, pari a 0,7 punti percentuali e circa 0,5 punti percentuali al di sopra della media del periodo 2000-2019. L'elevato contributo dell'aumento dei canoni di affitto all'inflazione di fondo negli Stati Uniti riflette in parte il venir meno di una moratoria federale degli sfratti. Il provvedimento è stato introdotto nel 2020 in risposta alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e ha determinato una crescita molto più contenuta dei canoni di locazione nel paese. Dopo la revoca della moratoria alla fine del 2021, l'inflazione dei canoni di affitto negli Stati Uniti è bruscamente aumentata, raggiungendo l'8,8 per cento a marzo 2023. Ad agosto era diminuita in misura soltanto lieve, al 7,8 per cento, mantenendosi su un livello significativamente superiore alla media di lungo periodo, che è pari a circa il 3 per cento.

Anche i nuovi canoni di locazione, che dovrebbero rispondere più rapidamente alle forze di mercato, mostrano una crescita lenta nell'area dell'euro. I dati sui nuovi canoni di locazione nell'area dell'euro sono scarsi. Le evidenze desunte dai dati annuali relativi alla Germania, utilizzati a scopo illustrativo (cfr. il pannello b) del grafico A), mostrano che la dinamica dei canoni per le nuove locazioni è di fatto più

vivace di quella dei canoni esistenti, soprattutto durante le fasi di ripresa del mercato degli immobili residenziali¹. Rispetto al mercato statunitense, tuttavia, nell'area dell'euro i canoni di affitto appaiono meno sensibili alle forze di mercato, inclusi i prezzi delle abitazioni². L'entità e la volatilità degli andamenti dei nuovi canoni di locazione negli Stati Uniti sono molto più pronunciate e seguono da vicino la dinamica complessiva del mercato degli immobili residenziali. Ciò riflette il basso livello di regolamentazione degli affitti nel paese. Solo alcuni Stati federati disciplinano i canoni di locazione, mentre tali misure sono molto più comuni nell'area dell'euro.

¹ Le stime disponibili per la Germania suggerivano che il 10 per cento delle famiglie cambia alloggio ogni anno: pertanto, ogni anno, circa il 10 per cento dei canoni di locazione dovrebbe essere costituito da nuovi contratti, senza considerare gli aumenti della domanda legati alla crescita demografica.

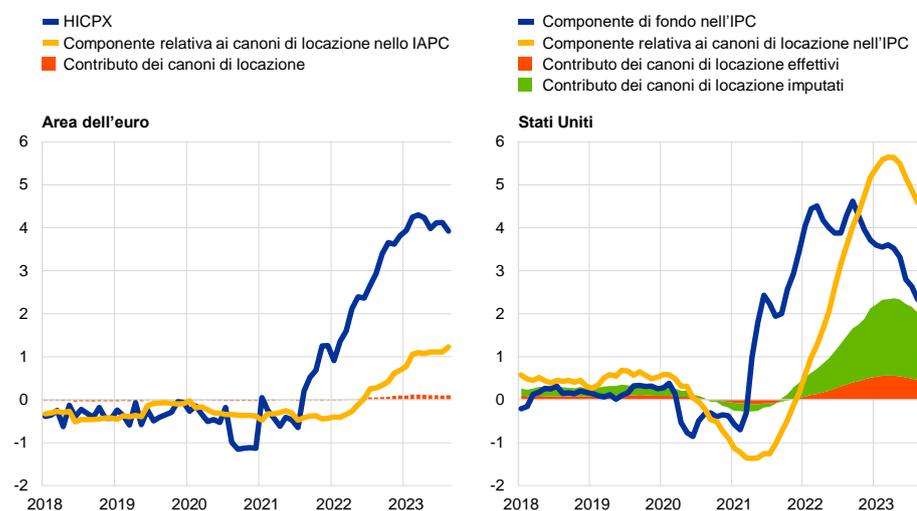
² È difficile cogliere la relazione teorica di lungo periodo tra prezzi delle abitazioni e canoni di locazione nei dati dell'area dell'euro. Per una trattazione dell'argomento, cfr. il riquadro 5 [L'inflazione delle locazioni nell'area dell'euro a partire dalla crisi](#) nel numero 4/2019 di questo Bollettino.

Grafico A

Andamento dei canoni di locazione nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Germania

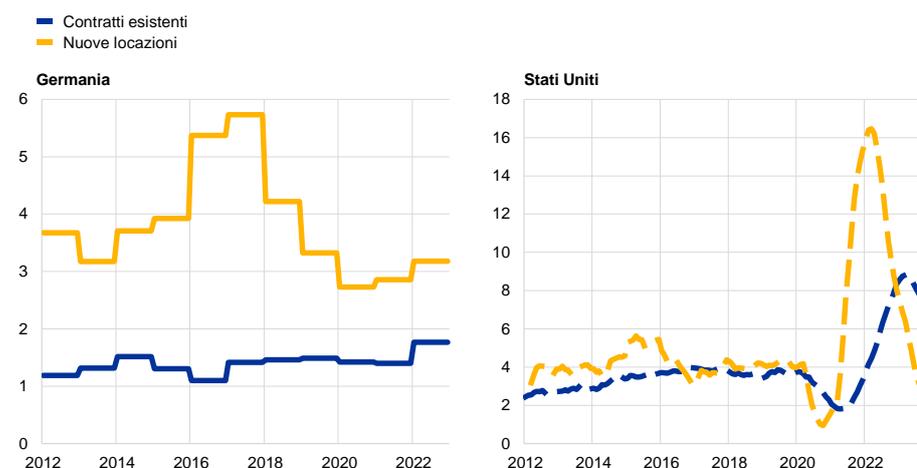
a) Inflazione, canoni di locazione e contributi

(variazioni percentuali sui dodici mesi, contributi in punti percentuali; rispetto alle medie 2000-2019)



b) Canoni di locazione per contratti esistenti e nuovi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Bureau of Labor Statistics statunitense, Deutsche Bundesbank ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: pannello a): i dati più recenti per lo IAPC e l'IPC si riferiscono ad agosto 2023. Pannello b): per la Germania i dati relativi ai contratti esistenti utilizzano calcoli della Deutsche Bundesbank basati sui dati forniti dall'ufficio statistico federale tedesco (*Statistisches Bundesamt* — Destatis), che in certa misura includono le nuove locazioni. Queste ultime, per la Germania, corrispondono a calcoli della Deutsche Bundesbank ponderati per le transazioni sulla base dei dati forniti da bulwiengesa AG. I contratti esistenti negli Stati Uniti si basano sull'indice mensile di Zillow (destagionalizzato) dei canoni di locazione rilevati. I dati relativi alla Germania si riferiscono al 2022. Per gli Stati Uniti i dati relativi all'IPC e ai canoni di locazione esistenti si riferiscono ad agosto 2023.

Negli Stati Uniti il maggiore impatto dei canoni di locazione sugli andamenti inflazionistici riflette anche il più elevato peso degli affitti nell'IPC e la maggiore ampiezza della definizione di “alloggio”. I canoni di locazione rappresentano meno del 6 per cento dello IAPC totale dell'area dell'euro, un livello

solo lievemente inferiore al loro peso nell'IPC statunitense, pari al 7,5 per cento^{3,4}. Negli Stati Uniti, tuttavia, la componente totale degli alloggi include anche gli affitti imputati di coloro che vivono in un'abitazione di proprietà e i soggiorni fuori casa. Ne consegue che la componente abitativa rappresenta il 35 per cento dell'IPC, circa sei volte il peso dei canoni di locazione nell'area dell'euro. L'affitto imputato è l'affitto implicito che i proprietari dovrebbero pagare se vivessero in affitto nelle abitazioni che occupano. Nell'area dell'euro il paniere dello IAPC non comprende gli affitti imputati, ma solo le spese effettive per i canoni di locazione, insieme ai costi aggiuntivi per le abitazioni sostenuti sia dai locatari sia dai proprietari. Il tasso di proprietà dell'abitazione è simile nelle due giurisdizioni e si colloca a circa il 65 per cento⁵.

Nell'area dell'euro la regolamentazione degli affitti è in generale più diffusa che negli Stati Uniti (cfr. il grafico B) ed è aumentata a partire dalla pandemia.

Ciò ha tendenzialmente ridotto la reattività dei canoni di locazione a variabili di fondo quali i prezzi delle abitazioni, i costi di costruzione/ristrutturazione e l'inflazione. In alcuni paesi, inoltre, la locazione di alloggi sociali svolge un ruolo importante. I canoni richiesti per tali abitazioni sono di solito inferiori a quelli di mercato e le variazioni del loro importo sono spesso fortemente regolamentate. Tra le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, i Paesi Bassi evidenziano la quota più ampia di contratti di locazione a prezzi ridotti (85 per cento)⁶. Anche la Francia è caratterizzata da un'elevata percentuale di tali contratti. Sebbene gli indici disponibili relativi al controllo dei canoni di locazione siano aggiornati solo fino al 2019, diversi paesi, quali Francia e Spagna tra le maggiori economie, hanno recentemente introdotto misure volte a limitare l'aumento dei prezzi a fronte dell'elevata inflazione (cfr. la colonna 4 della tavola A per un elenco di tali caratteristiche nelle maggiori economie dell'area dell'euro)⁷. Una volta revocate tali misure, i canoni di locazione potrebbero aumentare. In risposta alla pandemia, inoltre, nel 2020 alcuni paesi hanno introdotto misure di sostegno nel mercato privato degli affitti, come moratorie degli sfratti e proroghe dei contratti di locazione.

³ Il peso dei canoni di locazione nello IAPC, compreso tra il 9 per cento della Finlandia e lo 0,7 per cento della Slovenia, varia considerevolmente da paese a paese, di riflesso alle diverse dimensioni dei relativi mercati degli affitti.

⁴ La misura degli affitti nell'indice dei prezzi al consumo statunitense è basata sui canoni di locazione contrattuali e include anche eventuali servizi aggiuntivi che potrebbero essere forniti dal proprietario nell'ambito del contratto (ad esempio, le utenze). Nell'area dell'euro la componente degli affitti nello IAPC si riferisce solo ai pagamenti collegati ai canoni di locazione effettivi.

⁵ Il Sistema statistico europeo non ha ancora raggiunto un accordo su una metodologia soddisfacente per l'inclusione nello IAPC dei costi abitativi sostenuti da coloro che vivono in un'abitazione di proprietà. Per una trattazione dell'argomento, cfr. ["Owner-occupied housing and the harmonised index of consumer prices"](#), *Statistical Working Papers*, Eurostat, 2023. Una stima preliminare dell'impatto dell'aggiunta degli affitti imputati allo IAPC produrrebbe una media piuttosto simile al dato ufficiale relativo all'inflazione complessiva per il periodo fino alla metà del 2021; cfr. il grafico 8 in ["Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review"](#), *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, 2021.

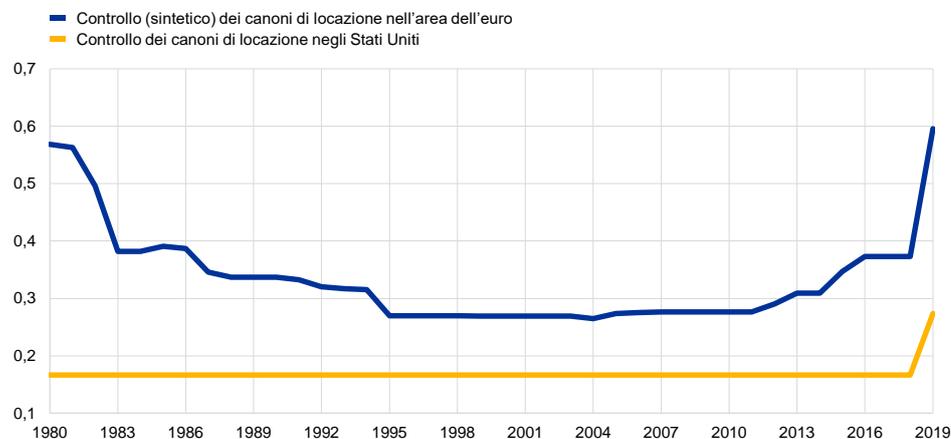
⁶ Tale quota è aumentata significativamente dal 2021 per effetto di modifiche normative, mentre la quota media nel periodo 2013-2020 era pari soltanto al 2,2 per cento.

⁷ L'indice del controllo dei canoni di locazione sintetizza l'entità delle restrizioni che si applicano alla fissazione del livello iniziale dei canoni di affitto, al loro aggiornamento e al trasferimento dei costi (come quelli di ristrutturazione) sugli inquilini.

Grafico B

Indice del controllo dei canoni di locazione

(indice)



Fonti: questionario OCSE del 2019 sull'edilizia abitativa accessibile e sociale (Questionnaire on Affordable and Social Housing), indice di regolamentazione del mercato degli affitti (Rental Market Regulation Index, ReMain) ed elaborazioni degli autori.

Note: l'indice varia da 0 (nessuna restrizione) a 1. Un valore più elevato dell'indice indica un maggiore controllo dei canoni di locazione.

Le variazioni dei canoni di locazione nel tempo risentono di diversi aspetti metodologici e regolamentari che li rendono meno sensibili alle forze di mercato rispetto alle altre componenti dello IAPC.

In primo luogo, i canoni di locazione tendono a essere corretti meno spesso di altri prezzi, in genere non più di una volta l'anno. Inoltre, i contratti sono solitamente rinnovati con un certo ritardo e in ottica retrospettiva, il che contribuisce a far sì che la crescita dei canoni sia particolarmente lenta. Da un punto di vista metodologico, la frequenza di rilevazione dei dati sugli affitti varia da paese a paese. Nella maggior parte dei casi i prezzi sono rilevati mensilmente, ma nei Paesi Bassi, ad esempio, una volta l'anno (cfr. la tavola A). Infine, come illustrato in precedenza, il paniere dei canoni di locazione include principalmente gli affitti esistenti, che tendono ad adeguarsi con ritardo alle forze di mercato. I canoni di locazione per servizi di alloggio temporaneo rappresenterebbero una buona indicazione delle pressioni del mercato, ma sono ricompresi nella componente dello IAPC relativa ai servizi ricettivi e non in quella dei canoni di locazione.

Tavola A

Caratteristiche del mercato degli affitti nelle maggiori economie dell'area dell'euro

Paese	Fonte dei dati	Frequenza di rilevazione dei prezzi	Norme più recenti in vigore in materia di "elevato costo della vita"	Indice del controllo dei canoni di locazione ¹⁾	Quota del mercato complessivo degli affitti a prezzo ridotto o a titolo gratuito ²⁾
DE	Indagine a partire dall'ultimo censimento delle abitazioni	Trimestrale ³⁾	n.a.	0,75	12,6
FR	Indagine a partire dal censimento delle abitazioni (mercato libero) o dall'elenco degli alloggi in locazione nel settore sociale (alloggi sociali)	Trimestrale	Aumenti dei canoni di locazione limitati al 3,5 per cento fino a marzo 2024	0,53	57,1
IT	Dati amministrativi dell'Osservatorio del mercato immobiliare dell'Agenzia delle Entrate	Trimestrale ⁴⁾	No	n.a.	35,4
ES	Indagine in presenza o telefonica	Mensile	Aumenti dei canoni di locazione limitati al 2 per cento fino a dicembre 2023	0,57	35,4
NL	Proprietari	Annuale	No	0,47	86,4

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

1) L'indice del controllo dei canoni di locazione varia da 0 (nessuna restrizione) a 1 (tutti i tipi di restrizione) in base alle risposte fornite al questionario OCSE del 2019 sull'edilizia abitativa accessibile e sociale (Questionnaire on Affordable and Social Housing).

2) Si riferisce ai dati del 2022 ricavati dalle statistiche dell'UE sul reddito e sulle condizioni di vita (EU Statistics on Income and living Conditions, EU-SILC).

3) In Germania la raccolta trimestrale dei dati è eseguita per il mese in corso e per i due mesi successivi.

4) In Italia all'inizio del 2023 è partita una regolare raccolta mensile dei dati parallela a quella trimestrale, con il progetto di passare alla fonte mensile di dati nel prossimo futuro.

Esistono alcune forme di indicizzazione all'inflazione, ma tali clausole non sono estese a tutti i contratti di locazione sul mercato privato, né a tutte le giurisdizioni. In Italia, ad esempio, solo alcuni tipi di contratto sono legati all'inflazione. In Belgio, per l'indicizzazione dei contratti esistenti viene utilizzato un indice sanitario ricavato dall'IPC nazionale (al netto di tabacchi, alcolici e carburanti). L'indicizzazione dei contratti di locazione, tuttavia, non è possibile per gli immobili con un basso livello di efficienza energetica. In Francia e in Spagna l'aumento dei canoni di locazione per effetto dell'indicizzazione è stato recentemente limitato, rispettivamente, al 3,5 e al 2 per cento. In Germania gli affitti sono generalmente collegati a un canone di riferimento per abitazioni di qualità analoga nella stessa località, stabilito a intervalli regolari (di solito ogni quattro-sei anni). Ciò rende gli aggiustamenti, in generale, piuttosto lenti. Tuttavia, una forma di indicizzazione esiste anche in Germania ed è innescata dal superamento di determinate soglie di variazione dell'IPC. È probabile che i recenti aumenti dell'inflazione determinino il raggiungimento di tali soglie da parte di una maggiore quota di contratti.

La recente crescita dei canoni di locazione nell'area dell'euro è in certa misura più vigorosa di quanto previsto da un modello basato sulle regolarità storiche.

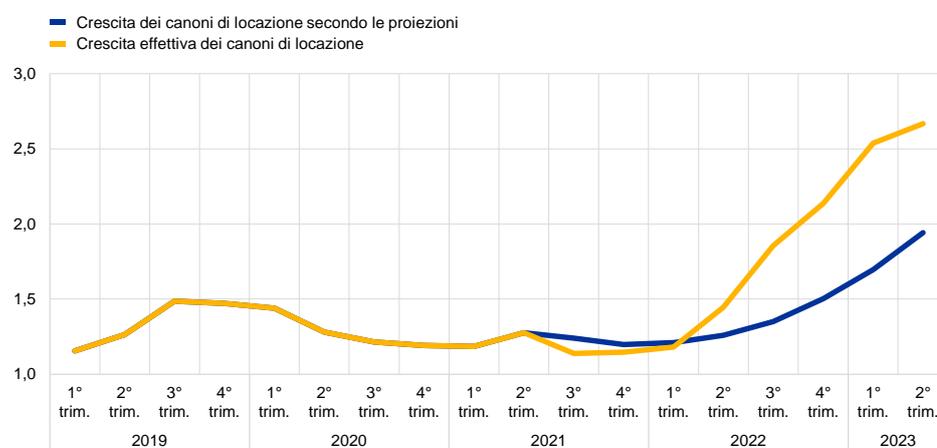
Un modello a equazione singola che tenga conto della forte inerzia dell'inflazione dei canoni di locazione, compreso il legame con l'inflazione registrata in passato e il deflatore degli investimenti in edilizia residenziale, avrebbe colto la tendenza al rialzo dell'inflazione degli affitti dopo la fine del 2021, ma ne avrebbe sottostimato velocità

e vigore (cfr. il grafico C)⁸. In prospettiva, la previsione dei canoni di locazione nell'area dell'euro presenta due criticità: la prima è il brusco aumento dell'inflazione nell'ultima parte del campione di stima e la seconda è la possibilità che i paesi dell'area ne limitino la trasmissione agli affitti al fine di preservare l'accessibilità finanziaria delle abitazioni. Più in generale, la regolamentazione dei canoni di locazione in senso più ampio non è inclusa nelle variabili esplicative dei modelli in forma ridotta come quello qui considerato. Tale regolamentazione potrebbe pertanto indurre una sovrastima della dinamica dei canoni di affitto in futuro.

Grafico C

Crescita prevista ed effettiva dei canoni di locazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per una descrizione del modello, cfr. la nota 8 a piè di pagina. Il modello è stimato per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2021. Le proiezioni relative ai canoni di locazione iniziano nel terzo trimestre del 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

Sebbene l'inflazione dei canoni di locazione vari ampiamente tra i paesi dell'area dell'euro, per la maggior parte di essi i valori delle ultime rilevazioni sono più elevati rispetto a un anno fa e superano le medie di lungo periodo (cfr. il grafico D).

Le caratteristiche idiosincroniche nazionali dei mercati degli immobili residenziali nei vari paesi dell'area sono alla base della notevole eterogeneità osservata nell'inflazione dei canoni di locazione. Ad agosto 2023 le variazioni sui dodici mesi sono state comprese tra il 18,3 per cento di Malta e il -2,0 per cento dell'Estonia (cfr. il pannello b) del grafico D). Tali specificità riguardano, tra l'altro, la regolamentazione nazionale, le differenze in termini di rilevazione e campionamento statistici, l'indicizzazione dei contratti di locazione all'inflazione (cfr. sopra), le dimensioni e lo spessore del mercato degli affitti privati rispetto alla quota di locazioni a prezzo ridotto o a titolo gratuito e le dimensioni del

⁸ Un esercizio di valutazione delle previsioni in tempo reale indica che un modello a equazione singola produce risultati lievemente migliori di un modello random walk su un orizzonte fino a sei trimestri, nonché di una autoregressione vettoriale bayesiana (Bayesian vector autoregression, BVAR) che include ulteriori variabili connesse al mercato degli immobili residenziali. L'equazione singola selezionata include il canone di locazione ritardato (con un ritardo di un trimestre) e l'inflazione, nonché il deflatore degli investimenti in edilizia residenziale (con un ritardo di quattro trimestri). L'aggiunta dei prezzi delle abitazioni ha peggiorato l'efficacia dei modelli. Le variabili selezionate sono ampiamente utilizzate nella letteratura sulle proiezioni dei canoni di locazione; cfr., ad esempio, l'appendice 2 nel contributo di John Muellbauer al Forum della BCE sull'attività di banca centrale del 2022, "Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macroprudential Policy in Europe", BCE, giugno 2022.

mercato complessivo degli affitti, che presentano significative differenze tra i vari paesi dell'area dell'euro.

Grafico D

Dinamica dei canoni di locazione nell'area dell'euro

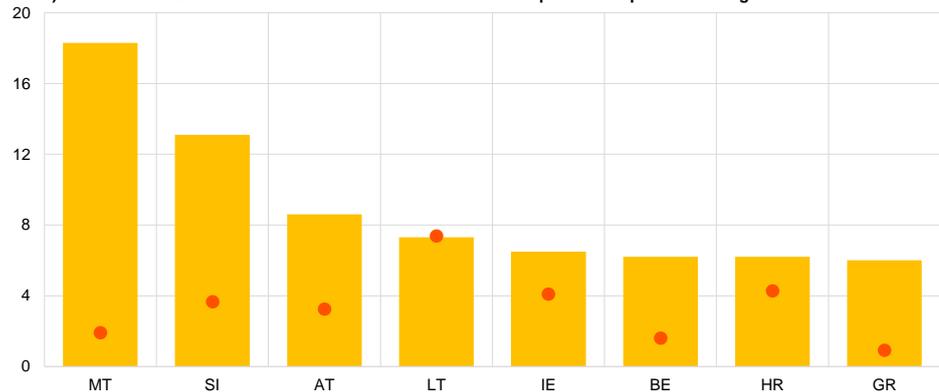
(variazioni percentuali sui dodici mesi, medie)

■ Componente relativa ai canoni di locazione nello IAPC (agosto 2023)
● Media di lungo periodo (gennaio 2000-dicembre 2019)

a) Paesi con inflazione sui dodici mesi dei canoni di locazione inferiore al 5 per cento ad agosto 2023



b) Paesi con inflazione sui dodici mesi dei canoni di locazione superiore al 5 per cento ad agosto 2023



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per la Spagna, la media di lungo periodo inizia a gennaio 2016 a causa di modifiche metodologiche nella rilevazione dei dati. Per "AE" si intende l'area dell'euro.

È probabile che le pressioni al rialzo sull'inflazione dei canoni di locazione persistano, sebbene alcune caratteristiche istituzionali possano fungere da fattori attenuanti.

Le pressioni al rialzo sono al momento particolarmente vigorose e riguardano sia l'offerta sia la domanda di abitazioni. I più elevati costi di costruzione e di manutenzione e riparazione delle abitazioni stanno contribuendo a ridurre la redditività della proprietà immobiliare in termini reali. Al tempo stesso, le condizioni di finanziamento più restrittive stanno limitando l'offerta di abitazioni⁹. In alcuni paesi si osservano pressioni aggiuntive dovute sia all'aumento del numero di unità locative utilizzate per affitti turistici a breve termine sia all'intenso afflusso di lavoratori stranieri. Dal lato della domanda i pregressi aumenti dei prezzi delle abitazioni, uniti ai crescenti costi di finanziamento, hanno ridotto l'accessibilità finanziaria degli

⁹ I costi per i servizi e le riparazioni degli alloggi sono aumentati del 6,8 per cento sui dodici mesi ad agosto 2023, mentre quelli relativi alle grandi riparazioni e manutenzioni, sostenuti dai proprietari, sono aumentati del 9,9 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre del 2023.

immobili residenziali. Ciò tende a determinare una preferenza per gli alloggi in affitto a scapito della proprietà dell'abitazione. Malgrado tali pressioni al rialzo, la forte inerzia insita nei prezzi di affitto, in parte dovuta a ragioni istituzionali, implica un aggiustamento relativamente lento dei canoni di locazione. Ciò indicherebbe che eventuali rischi di pressioni sull'inflazione di fondo provenienti dai mercati degli affitti dell'area dell'euro sono relativamente limitati. Tuttavia, la situazione è peculiare a ciascun paese, a causa delle notevoli specificità nei rispettivi mercati degli immobili residenziali e delle locazioni.

Articolo

1 Buon anniversario BLS! L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro compie vent'anni

a cura di Petra Köhler-Ulbrich, Maria Dimou, Lorenzo Ferrante e Conor Parle

1 Introduzione

Dalla sua introduzione nel 2003, l'indagine sul credito bancario (bank lending survey, BLS) nell'area dell'euro ha fornito indicazioni preziose e tempestive per la valutazione delle condizioni dei prestiti bancari nell'area. La BLS è una delle indagini più longeve dell'Eurosistema, dal quale è stata avviata nel 2003 con l'obiettivo di migliorare la conoscenza delle condizioni del credito bancario nell'area dell'euro¹. I criteri per la concessione del credito bancario (ossia le regole per l'approvazione dei prestiti), i termini e le condizioni effettivamente applicati alle nuove erogazioni e la domanda di finanziamenti variano nell'arco del ciclo economico e di politica monetaria e possono essere determinati, talvolta, da crisi finanziarie o da esigenze di finanziamento di emergenza. Questi andamenti, minuziosamente riferiti dalle banche nell'indagine BLS con frequenza trimestrale, contribuiscono alla valutazione delle determinanti alla base delle condizioni di concessione del credito bancario e forniscono indicazioni tempestive sulla sua dinamica, che è importante per l'esame della trasmissione della politica monetaria.

L'interesse pubblico registrato per l'indagine BLS è aumentato in misura significativa nel corso del tempo. L'interesse per l'indagine BLS è stato tradizionalmente maggiore durante le crisi finanziarie e i periodi di elevata incertezza che nelle fasi più regolari. Inoltre, è notevolmente aumentato nel tempo, risultando particolarmente elevato durante il periodo di inasprimento della politica monetaria a partire dal 2022, riflettendo anche, con ogni probabilità, la rilevanza delle informazioni di tipo qualitativo per la definizione del livello e della durata adeguati dell'orientamento restrittivo. Nello specifico, oltre 5.000 utenti hanno visitato le pagine dedicate all'indagine BLS nella prima settimana successiva alla pubblicazione dell'edizione relativa al primo trimestre del 2023, facendo registrare un massimo storico secondo l'analisi della BCE. Oltre all'indagine BLS, incentrata sulla prospettiva delle banche, altre indagini della BCE forniscono ulteriori informazioni

¹ Il 15 maggio 2003, per la prima volta, la BCE ha pubblicato i risultati dell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) (per il quarto trimestre del 2002 e per il primo del 2003), insieme all'articolo [L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) nel numero di aprile 2003 del suo Bollettino mensile. L'indagine [Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices](#), condotta dal Federal Reserve System negli Stati Uniti, è stata un modello per la BLS. Nel corso del tempo la partecipazione all'indagine BLS è aumentata: nuovi paesi hanno aderito all'area dell'euro e ulteriori banche sono state aggiunte perché la struttura del settore bancario dell'area fosse adeguatamente rappresentata.

qualitative sugli andamenti economici nell'area dell'euro, integrando quelle provenienti dalla BLS².

Il presente articolo illustra le condizioni del credito bancario e la domanda di prestiti, nonché le loro proprietà come indicatori anticipatori della crescita dei finanziamenti e dell'attività economica per le imprese e le famiglie dell'area dell'euro dall'avvio dell'indagine, ossia negli ultimi vent'anni³. La sezione 2 esamina i primi anni dell'indagine, dal 2003 al 2007. La sezione 3 ripercorre il periodo tra il 2008 e il 2014, durante il quale hanno avuto luogo la crisi finanziaria globale, la crisi del debito sovrano e le sue conseguenze immediate. La sezione 4 analizza la fase delle misure non convenzionali di politica monetaria fino al 2019. La sezione 5 traccia il profilo dell'indagine BLS durante la pandemia di COVID-19 dal 2020 al 2021. La sezione 6 passa in rassegna il periodo di inasprimento della politica monetaria a partire dal 2022 e la sezione 7 espone le osservazioni conclusive valutando il ruolo passato, presente e futuro dell'indagine.

2 Offerta e domanda di prestiti nei primi anni dell'area dell'euro: 2003-2007

Il periodo precedente la crisi finanziaria globale è stato caratterizzato da un rafforzamento dell'espansione economica, da un aumento delle pressioni inflazionistiche e da una crescita a due cifre dei prestiti, cui la politica monetaria ha reagito con rialzi dei tassi. Dopo un periodo di crescita più debole e di accomodamento monetario agli inizi del secolo, l'economia dell'area dell'euro ha segnato una ripresa dalla metà del 2004 al 2006 e l'espansione si è mantenuta solida nel 2007. In risposta ai crescenti rischi per la stabilità dei prezzi nel contesto del rafforzamento dell'economia dell'area dell'euro, a dicembre 2005 la BCE ha iniziato a innalzare il proprio tasso di interesse di riferimento, portandolo da un livello iniziale del 2,00 per cento al 4,25 per cento a luglio 2008⁴.

Le condizioni accomodanti di concessione del credito bancario hanno contribuito all'accumulo di rischi prima della crisi finanziaria globale. Per gran parte del periodo di inasprimento della politica monetaria precedente la crisi finanziaria globale, le banche hanno allentato i criteri di concessione del credito in termini netti o li hanno mantenuti sostanzialmente invariati per i prestiti alle imprese dell'area dell'euro e per i mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. il pannello a) del grafico 1), in qualche misura in contrasto con quanto suggerirebbero i canali di

² Cfr., ad esempio, l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ([Survey on the access to finance of enterprises](#)), incentrata sulla prospettiva delle aziende, e l'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)), incentrata sulla prospettiva di questi ultimi.

³ Per una trattazione dettagliata delle fasi della politica monetaria della BCE, cfr. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. e Yiangou, J., "Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank", *Oxford University Press*, 2021. Cfr. anche Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S. e Scopel, S., "[The euro area bank lending survey](#)", *Occasional Paper Series*, n. 179, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2016, e l'articolo 1 [Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario](#) nel numero 8/2019 di questo Bollettino.

⁴ Tasso minimo di offerta per l'asta a tasso variabile delle operazioni di rifinanziamento principali della BCE.

trasmissione della politica monetaria in risposta ai più elevati costi della provvista bancaria (canale dei tassi di interesse) e al crescente rischio di credito dei debitori (canale dei bilanci)⁵. Di fatto, le percentuali nette dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese sono state per lo più negative dal terzo trimestre del 2004 al secondo trimestre del 2007, implicando un allentamento netto delle politiche di erogazione del credito bancario. L'indagine BLS ha segnalato la ridotta importanza che le banche attribuivano ai rischi di credito durante questo periodo, dato che la percezione del rischio aveva un impatto restrittivo solo modesto sui criteri di concessione dei prestiti, mentre la concorrenza esercitava un forte effetto di allentamento (cfr. il pannello a) del grafico 2)⁶. Nello stesso periodo, invece, la domanda di prestiti ha continuato ad aumentare (cfr. il pannello b) del grafico 1). Ciò è in linea con il consueto ritardo della risposta dei prestiti all'aumento dei tassi di interesse nei periodi caratterizzati da crescita degli investimenti fissi, robusta attività di fusione e acquisizione, prospettive favorevoli per il mercato immobiliare ed elevata fiducia dei consumatori. Queste dinamiche si sono accompagnate a tassi di crescita sui dodici mesi a due cifre per i prestiti alle imprese dell'area dell'euro (che hanno raggiunto il massimo, pari al 15 per cento, ad aprile 2008) e alle famiglie dell'area per l'acquisto di abitazioni (che hanno toccato il massimo del 12,2 per cento a marzo 2006; cfr. il pannello c) del grafico 1). Nel complesso, gli andamenti dell'offerta e della domanda di credito riferiti dalle banche nell'indagine BLS hanno chiaramente segnalato, in questo periodo, l'accumularsi di rischi per la stabilità finanziaria nel settore bancario dell'area e, più in generale, nella sua economia⁷.

⁵ Cfr. Maddaloni, A. e Peydró, J.-L., "Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. Lending Standards", *The Review of Financial Studies* vol. 24, n. 6, 2011, pagg. 2121-2165. Cfr. anche "The banking channel of monetary policy tightening in the euro area", intervento pronunciato da Lane, P.R. nel dibattito su solvibilità bancaria e politica monetaria in occasione del Macro, Money and Financial Frictions Workshop 2023 dell'NBER Summer Institute tenutosi a Cambridge, Massachusetts, il 12 luglio 2023. Cfr., inoltre, Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Housing Finance in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 101, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2009, e Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, "Corporate finance and economic activity in the euro area", Structural Issues Report 2013, *Occasional Paper Series*, n. 151, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2013.

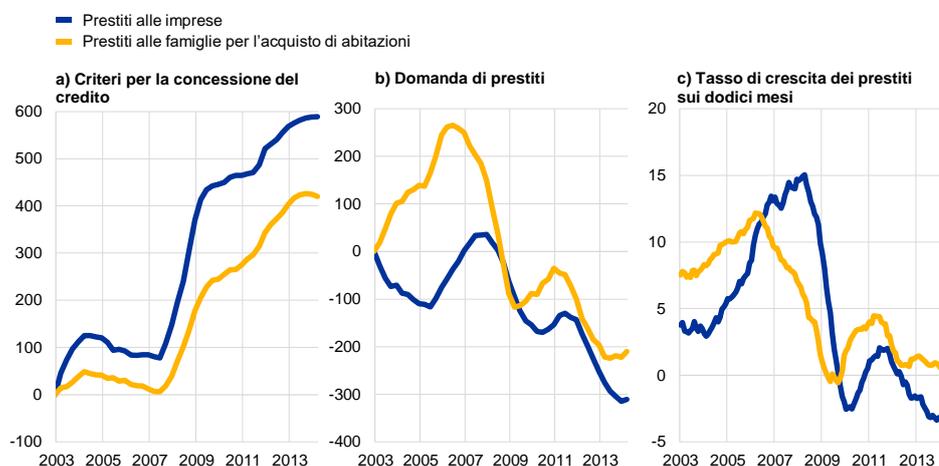
⁶ L'accorpamento dei criteri per la concessione del credito contribuisce ad approssimarne il livello nel tempo, sebbene la tendenza delle banche a segnalare più spesso un irrigidimento rispetto a un allentamento limiti la determinazione di tale livello.

⁷ Cfr., ad esempio, Banca centrale europea, *Financial Stability Review*, giugno 2008.

Grafico 1

Condizioni per la concessione del credito bancario, domanda di prestiti ed erogazioni alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, 2003-2014

(pannelli a) e b): percentuali nette cumulate di banche; pannello c): tassi di crescita sui dodici mesi)



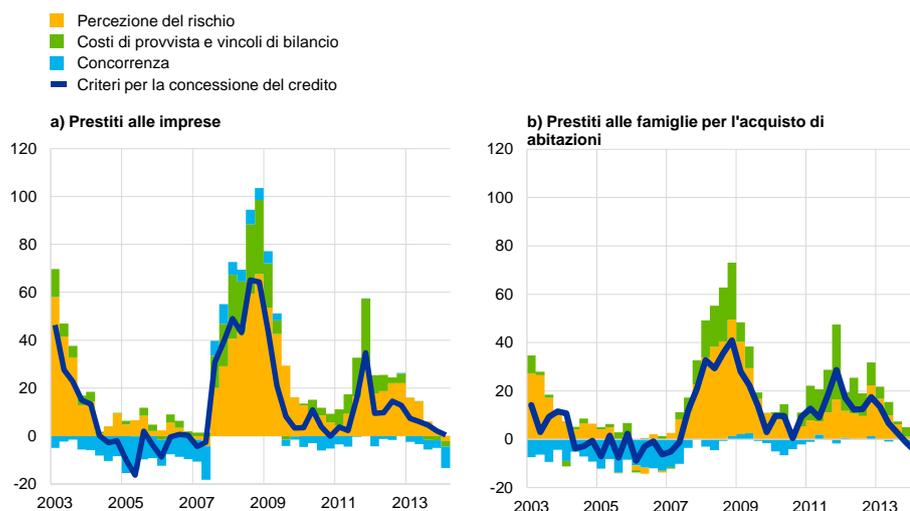
Fonti: BCE (indagine BLS e voci di bilancio) ed elaborazioni della BCE.

Note: per i criteri di concessione del credito le percentuali nette sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che ne hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che ne hanno percepito un "lieve allentamento" e un "notevole allentamento". Per i quesiti dell'indagine relativi alla domanda di prestiti, le percentuali nette sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che ne hanno segnalato un "notevole aumento" e un "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che ne hanno percepito una "lieve diminuzione" e una "notevole diminuzione". Valori cumulati a partire dal primo trimestre del 2003 (periodo di base = quarto trimestre del 2002). Per i criteri di concessione del credito, l'accorpamento è influenzato dal fatto che la media storica delle serie è superiore a zero (9 per cento per i prestiti alle imprese e 7 per cento per i mutui per l'acquisto di abitazioni). I dati mensili sui prestiti alle imprese sono corretti per gli effetti legati alla stagionalità e al numero di giorni lavorativi, nonché per cessioni, cartolarizzazioni e attività di cash pooling a partire dal 2004. I dati mensili sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono corretti per gli effetti legati alla stagionalità e al numero di giorni lavorativi a partire dal 2004. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2014.

Grafico 2

Importanza dei fattori che incidono sui criteri per la concessione del credito, 2003-2014

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: cfr. le note del grafico 1. Le percentuali nette delle risposte alle domande relative ai fattori che incidono sui criteri di concessione del credito sono ottenute come differenza tra la percentuale di banche secondo cui il fattore in questione ha contribuito all'irrigidimento di tali criteri e la percentuale di quelle per le quali ha contribuito al loro allentamento. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2014.

3 Percezione del rischio e frizioni finanziarie in azione: 2008-2014

Le banche hanno reagito alla crisi finanziaria globale con un'improvvisa variazione della percezione del rischio, che ha determinato un brusco intensificarsi dell'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito bancario.

Dopo i primi segnali che lasciavano presagire la fine del boom del mercato immobiliare nell'estate del 2007, oltreoceano la crisi dei mutui subprime si è aggravata a settembre 2008 con il fallimento della banca di investimento statunitense Lehman Brothers e si è propagata con forza all'area dell'euro. Sebbene la BCE, insieme ad altre banche centrali, abbia abbassato i propri tassi di riferimento e fornito liquidità di sostegno, la crisi ha determinato un'intensificazione senza precedenti dell'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito applicati dalle banche (cfr. il grafico 2)⁸. Dal terzo trimestre del 2008 al secondo trimestre del 2009 un'elevata percentuale netta di banche ha segnalato un irrigidimento dei rispettivi criteri per la concessione di prestiti alle imprese (con un massimo del 65 per cento nel terzo trimestre del 2008) e di mutui per l'acquisto di abitazioni (con un massimo del 41 per cento nel quarto trimestre). Come nei successivi periodi di crisi, l'indagine BLS ha fornito indicazioni preziose e tempestive sull'entità dello shock all'economia dell'area dell'euro attraverso il canale del credito bancario, in linea con le sue proprietà di indicatore anticipatore che favoriscono la previsione della dinamica dei prestiti⁹. Dopo l'inizio dell'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito e la stagnazione della domanda da parte delle imprese nel terzo trimestre del 2007, la dinamica dei prestiti a queste ultime ha subito un notevole rallentamento (cfr. il pannello c) del grafico 1) e la crescita trimestrale di erogazioni si è arrestata nel primo trimestre del 2009 per poi diventare negativa. Quanto ai mutui per l'acquisto di abitazioni, la crescita effettiva delle erogazioni ha iniziato a indebolirsi prima di quella dei prestiti alle imprese, risultando già in rallentamento nel 2007. Nell'autunno del 2008 l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni è stato in larga misura determinato da un drastico aumento della percezione del rischio, che tende a essere il principale fattore determinante, a livello aggregato, negli episodi di inasprimento connessi alle prospettive economiche e al merito di credito dei debitori¹⁰.

Durante la crisi finanziaria globale, l'indagine BLS ha inoltre fornito evidenze dei vincoli di bilancio delle banche e delle difficoltà di accesso al finanziamento, con conseguenti restrizioni all'offerta di credito. Oltre alla

⁸ Tra ottobre 2008 e maggio 2009 la BCE ha ridotto il tasso di interesse sulle proprie operazioni di rifinanziamento principali di 325 punti base, passando in questo periodo all'aggiudicazione a tasso fisso.

⁹ L'irrigidimento dei criteri di concessione del credito in un dato trimestre tende a determinare una crescita più debole dei prestiti alle imprese con un ritardo di circa cinque-sei trimestri (circa due trimestri nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni), mentre una minore domanda di prestiti da parte delle imprese tende a determinare una crescita più debole dei prestiti a queste ultime con un ritardo di circa tre trimestri (tre-quattro trimestri nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni). Il comovimento tra gli indicatori dell'indagine BLS e la crescita netta dei prestiti è più debole nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni rispetto ai prestiti alle imprese, probabilmente per effetto dei rimborsi temporaneamente elevati di tali mutui dopo circa dieci anni dal boom del mercato immobiliare che ha preceduto la crisi finanziaria mondiale. Tali rimborsi hanno frenato la crescita netta dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Cfr. il riquadro 7 *Le informazioni sull'andamento futuro dei prestiti fornite dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

¹⁰ Cfr. Köhler-Ulbrich, P. et al., op. cit.

crescente percezione del rischio, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un considerevole effetto di irrigidimento dei criteri di concessione del credito determinato dai costi di provvista e dalle rispettive posizioni di bilancio (cfr. il grafico 2), di riflesso al contesto di forti tensioni finanziarie. Ciò ha evidenziato gravi problemi nella trasmissione attraverso il canale bancario della politica monetaria alle condizioni del credito erogato dagli intermediari. La difficile situazione del settore bancario si è riflessa anche in un congelamento dei mercati monetari e in un significativo aumento dei differenziali sulle obbligazioni bancarie, che si sono tradotti in un complessivo deterioramento dell'accesso al finanziamento sul mercato. Questo scenario preoccupante per il canale bancario di trasmissione della politica monetaria ha reso necessaria l'introduzione di una delle prime domande ad hoc nel questionario della BLS, concernente l'accesso delle banche al finanziamento. Le banche dell'area dell'euro hanno segnalato che le turbolenze nei mercati finanziari avevano ostacolato il loro accesso al mercato monetario interbancario non garantito e al finanziamento tramite emissione di titoli di debito, soprattutto tra il terzo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2009 (cfr. il pannello a) del grafico 3). Ciò rifletteva l'elevata incertezza sia degli operatori di mercato sia delle banche circa l'effettivo stato di salute del sistema bancario. L'indagine BLS si è rivelata utile per raccogliere evidenze tempestive dell'impatto delle turbolenze finanziarie e della crisi finanziaria globale su capitale delle banche, margini sui prestiti (definiti come differenziale rispetto ai tassi di mercato di riferimento) ed erogazioni. L'indagine ha inoltre fatto luce sugli effetti di attenuazione esercitati dagli annunci, da parte di alcuni governi, di iniziative di sostegno alla ricapitalizzazione e di garanzie statali sull'accesso delle banche al finanziamento all'ingrosso, nonché di misure di ricapitalizzazione delle stesse e di operazioni di risanamento dei loro bilanci nel decennio successivo alla crisi (cfr. la sezione 4)¹¹.

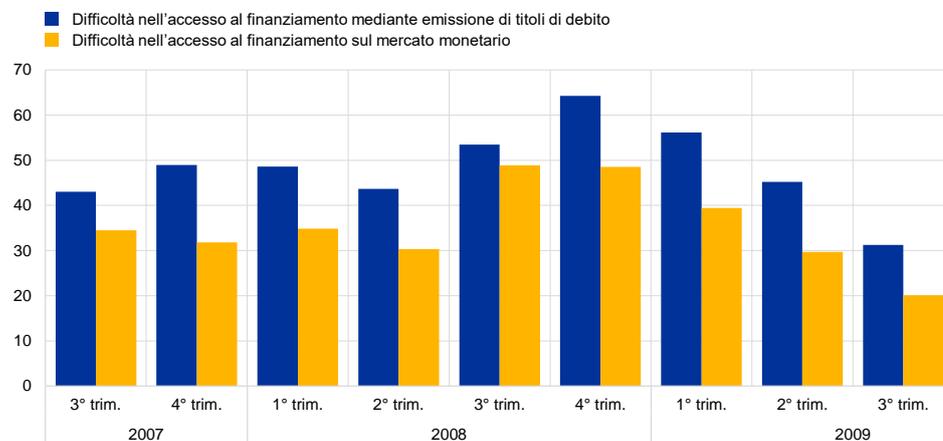
¹¹ Cfr. "The euro area bank lending survey – October 2008", BCE, 7 novembre 2008, e "The euro area bank lending survey – January 2009", BCE, 6 febbraio 2009.

Grafico 3

Frizioni finanziarie e accesso delle banche al finanziamento

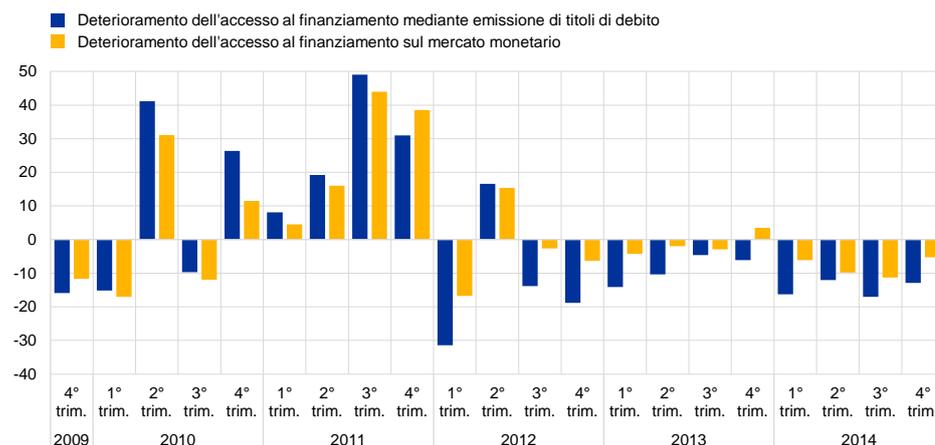
a) Accesso al finanziamento

(percentuali nette di banche)



b) Deterioramento dell'accesso al finanziamento

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: pannello a): "Accesso al finanziamento" calcolato sulla base della domanda ad hoc dell'indagine BLS: "A causa della situazione dei mercati finanziari, ha riscontrato difficoltà nell'accesso alle consuete fonti di finanziamento sui mercati all'ingrosso?", inclusa dal terzo trimestre del 2007 al terzo trimestre del 2009. Pannello b): a partire dal quarto trimestre del 2009, "Accesso al finanziamento" calcolato sulla base dell'attuale versione rivista della domanda relativa alle variazioni (deterioramento o miglioramento) dell'accesso delle banche al finanziamento. Il "finanziamento sul mercato monetario" si riferisce alla raccolta sul mercato monetario interbancario non garantito. Per il pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2014.

Nel periodo tra il 2009 e il 2011, l'indagine BLS ha fornito evidenze a sostegno di una ripresa disomogenea tra i paesi dell'area dell'euro e l'eterogeneità è ulteriormente aumentata durante la crisi del debito sovrano. Sebbene

l'economia dell'area dell'euro abbia mostrato alcuni segnali di miglioramento nel 2010 e all'inizio del 2011, accompagnati da un breve e nel complesso modesto aumento della crescita dei prestiti nell'area, gli andamenti evidenziati dall'indagine BLS hanno segnalato una ripresa disomogenea tra i vari paesi. In Germania e Francia i criteri applicati dalle banche per la concessione del credito e i loro margini sui prestiti medi alle imprese si sono mediamente ridotti nel periodo compreso tra il terzo trimestre del 2009 e il secondo trimestre del 2011. In Italia e Spagna, nello stesso periodo, i criteri di concessione del credito alle imprese hanno continuato a inasprirsi e i margini sui prestiti medi e più rischiosi si sono per lo più ampliati per

quelli erogati alle imprese, dato l'emergere e il successivo intensificarsi di segnali che indicavano il rischio di una crisi del debito sovrano. La distribuzione dei tassi sulle erogazioni alle imprese nei vari paesi dell'area dell'euro ha confermato l'accresciuta eterogeneità delle condizioni di prestito¹². Per quanto riguarda i mutui per l'acquisto di abitazioni, l'irrigidimento netto dei criteri per la loro concessione è diminuito in tutti i quattro paesi citati dell'area dell'euro, ma i margini su quelli medi e più rischiosi si sono ulteriormente ampliati in Italia e in Spagna. Inoltre, la domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è rimasta modesta, soprattutto in Spagna, dopo il crollo della sopravvalutazione del mercato immobiliare e lo scoppio della bolla dei prestiti ipotecari precedente la crisi finanziaria globale.

La sostanziale divergenza tra i rendimenti obbligazionari nei diversi paesi dell'area dell'euro ha avuto ripercussioni anche sull'accesso al finanziamento da parte delle banche e sulle condizioni applicate ai prestiti da queste ultime.

L'ampliamento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato durante la crisi del debito sovrano ha determinato maggiori difficoltà per le banche a reperire liquidità nel mercato all'ingrosso e, in ultima analisi, ha condotto a condizioni di prestito divergenti tra i diversi paesi. In questo contesto, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un netto peggioramento dell'accesso al finanziamento in tutti i segmenti del mercato, nel periodo 2011-2012, identificando come principale causa le tensioni sul mercato del debito sovrano (cfr. il pannello b) del grafico 3 e il grafico 4). In linea con questa interpretazione, le misure di politica monetaria adottate nella fase iniziale della crisi del debito sovrano, come le aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le operazioni di rifinanziamento principale e le due serie di operazioni di rifinanziamento a lunghissimo termine (very long-term refinancing operations, VLTRO), nel 2011 e 2012, hanno consentito di attutire l'impatto frenante della crisi sulla crescita dei prestiti, ma non hanno impedito la contrazione dei prestiti osservata a fine 2011 e nella prima metà del 2012¹³. Soltanto con il discorso del presidente Draghi noto come "Whatever it takes" del 26 luglio 2012 e con l'annuncio delle operazioni monetarie definitive, il 2 agosto dello stesso anno, le ragioni di fondo della frammentazione nelle condizioni di prestito sono state affrontate con decisione (cfr. il grafico 4).

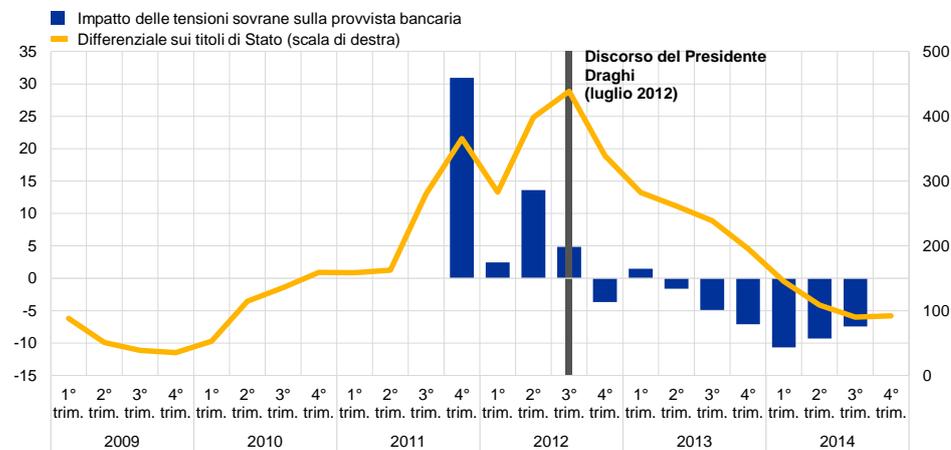
¹² Cfr. anche Altavilla, C., Canova, F. e Ciccarelli, M., "Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, vol. 110, 2020, pagg. 81-98.

¹³ Cfr. Ciccarelli, M., Maddaloni, A. e Peydró, J.-L., "Heterogeneous transmission mechanism – Monetary policy and financial fragility in the euro area", *Working Paper Series*, n. 1527, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2013. Sull'impatto delle VLTRO sull'offerta di credito, cfr. Darracq Paries, M. e De Santis, R., "A non-standard monetary policy shock – The ECB's 3-year LTROs and the shift in credit supply", *Working Paper Series*, n. 1508, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2013.

Grafico 4

Impatto delle tensioni sovrane sul finanziamento bancario

(scala di sinistra: percentuali nette di banche; scala di destra: punti base per anno)



Fonti: BCE (indagine BLS), Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

Note: il differenziale sui titoli di Stato è dato dal rendimento medio a cinque anni in Italia e in Spagna meno il rendimento medio in Germania e in Francia, con frequenza trimestrale. Le percentuali nette aggregate si basano su una domanda ad hoc contenuta nell'indagine BLS sull'effetto di fattori specifici (come l'esposizione diretta al debito sovrano e il valore delle garanzie sovrane disponibili per le transazioni sul mercato all'ingrosso), date le tensioni nel mercato del debito sovrano in Europa, sulle condizioni di finanziamento delle banche. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2014 per l'impatto delle tensioni sovrane sulla provvista bancaria e al quarto trimestre del 2014 per il differenziale sui titoli di Stato.

4 Impatto della politica monetaria non convenzionale e dei requisiti di vigilanza sulle condizioni del credito bancario: 2014-2019

L'indagine BLS ha riflesso con tempestività l'importante ruolo svolto dalle ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria della BCE nel rafforzare il canale bancario del meccanismo di trasmissione¹⁴.

In risposta alle prospettive persistentemente deboli per l'inflazione, all'inizio del 2014 la BCE ha rafforzato lo strumentario di politica monetaria in modo da favorire un allentamento e migliorare la trasmissione del suo orientamento accomodante. Ciò si è concretizzato nell'introduzione della politica dei tassi di interesse negativi (negative interest rate policy, NIRP) a giugno 2014, di tre serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e dell'acquisto di titoli nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) avviato a ottobre 2014¹⁵. Le risposte delle banche all'indagine hanno documentato il contributo di ciascuno strumento di politica monetaria non convenzionale nel sostenere l'offerta di credito. Le banche hanno segnalato un significativo aumento dei volumi dei prestiti collegato alle OMRLT, che ha favorito un

¹⁴ Per una spiegazione dettagliata degli eventi e delle motivazioni alla base dell'introduzione delle misure non convenzionali di politica monetaria da parte della BCE, cfr. Rostagno, M. et al., op. cit. Cfr. inoltre le spiegazioni sulle misure non convenzionali di politica monetaria sul sito Internet della BCE, in particolare sul [programma di acquisto di attività](#) e sulle [OMRLT](#).

¹⁵ La prima serie di OMRLT è stata annunciata il 5 giugno 2014, la seconda (OMRLT-II) il 10 marzo 2016 e la terza (OMRLT-III) il 7 marzo 2019.

ulteriore allentamento delle condizioni della provvista bancaria¹⁶. Quali strumenti di sostegno all'offerta di credito sono stati indicati anche il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) e il PAA (cfr. il grafico 5), confermando la capacità di tali misure di stimolare l'erogazione di prestiti e contribuire all'allentamento della politica monetaria attraverso il canale di trasmissione delle banche¹⁷. Il PAA ha ulteriormente corroborato l'orientamento accomodante della politica monetaria, migliorando la posizione di liquidità delle banche (cfr. il grafico 5) attraverso l'aumento dei depositi dei clienti e la vendita di attività negoziabili. Ciò si è accompagnato a una riduzione delle obbligazioni sovrane detenute dalle banche, documentando il ruolo svolto dal PAA nell'accrescere l'appetibilità relativa dell'erogazione del credito¹⁸. In linea con le risposte fornite in merito all'offerta di credito, una consistente percentuale netta di banche ha altresì collegato gli strumenti non convenzionali di politica monetaria alla riduzione dei margini sui prestiti e all'allentamento dei criteri per la concessione del credito (cfr. il grafico 5)¹⁹.

¹⁶ Sul significativo sostegno fornito dalle OMRLT alle condizioni del credito, cfr. l'articolo 2 [OMRLT-III e condizioni del credito bancario](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino. Cfr., inoltre, Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. e Burlon, L., "The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions", *European Economic Review*, vol. 156, 2023, nonché Andreeva, D.C. e García-Posada, M., "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition", *Journal of Banking and Finance*, vol. 122, 2021.

¹⁷ Sulle evidenze dell'indagine BLS in merito all'impatto della politica dei tassi di interesse negativi, cfr. anche l'articolo 2 [Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria](#) nel numero 3/2020 di questo Bollettino. Sull'impatto del PAA, cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. e Ongena, S., "Credit Supply and Demand in Unconventional Times", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, n. 8, 2021, pagg. 2071-2098, nonché Albertazzi, U., Becker, B. e Boucinha, M., "Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset purchase programs: Evidence from the euro area", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 48, 2021.

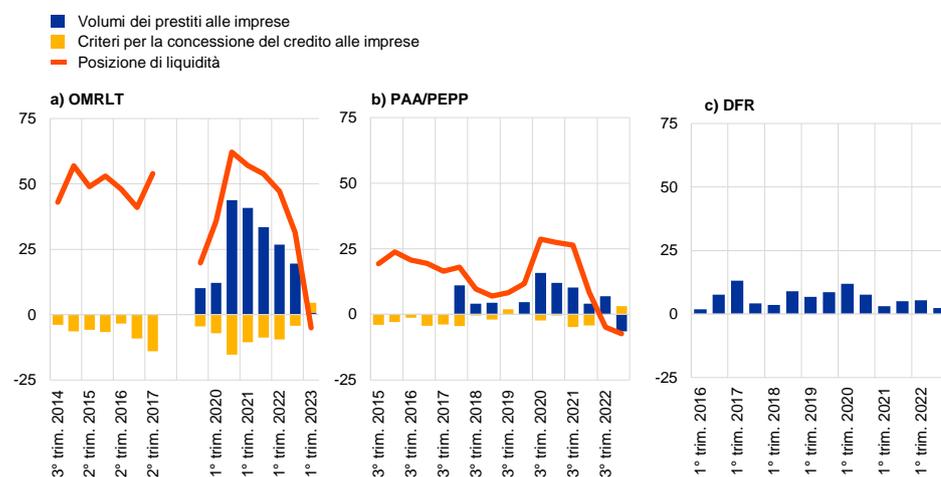
¹⁸ Per le risposte delle banche in merito all'andamento delle rispettive consistenze di titoli di Stato in relazione al PAA, cfr., ad esempio, le relazioni sul sito Internet dell'indagine BLS sul [primo trimestre del 2016](#), il [terzo trimestre del 2016](#), il [primo trimestre del 2017](#) e il [terzo trimestre del 2017](#).

¹⁹ Per le risposte delle banche che documentano l'impatto di allentamento delle OMRLT sui termini e le condizioni da loro applicati, cfr., ad esempio, le relazioni sul sito Internet dell'indagine BLS sul [quarto trimestre del 2014](#) (OMRLT-I), il [quarto trimestre del 2016](#) (OMRLT-II), il [quarto trimestre del 2019](#) (OMRLT-III) e il [primo trimestre del 2021](#) (OMRLT-III). Per i riscontri in merito all'impatto di allentamento del programma ampliato di acquisto di attività (PAA) sui termini e le condizioni applicati dalle banche e sui margini di interesse netti, cfr., ad esempio, le relazioni sul sito Internet dell'indagine BLS sul [primo trimestre del 2016](#), il [primo trimestre del 2017](#) e il [terzo trimestre del 2020](#).

Grafico 5

Impatto degli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE sul credito bancario, sui criteri per la concessione di prestiti e sulla posizione di liquidità

(percentuali nette di banche che hanno segnalato un aumento dei volumi dei prestiti, un allentamento dei criteri per la concessione del credito o un miglioramento della loro posizione di liquidità)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: i periodi riportati sull'asse delle ascisse si riferiscono ai rispettivi periodi documentati dalle domande semestrali: ad esempio, "1° trim. 2023" indica il periodo quarto trimestre 2022-primo trimestre 2023. Impatto della prima e della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), dal terzo trimestre del 2014 al secondo del 2017, in base alla domanda unilaterale posta in merito all'impatto di allentamento sui criteri di concessione del credito. Impatto della terza serie di OMRLT dal terzo trimestre del 2019 al primo trimestre del 2023. Impatto sui criteri di concessione del credito e posizione di liquidità non disponibile per il tasso sui depositi presso la banca centrale (DFR). Impatto sui volumi dei prestiti non disponibile per le OMRLT-II e per il PAA/PEPP prima del primo trimestre del 2018. Le ultime osservazioni sono relative al primo trimestre del 2023 per le OMRLT, il PAA e il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP, introdotto a marzo 2020) e al terzo trimestre del 2022 per il tasso sui depositi presso la banca centrale.

L'indagine BLS ha inoltre fornito indicazioni preliminari sulle implicazioni degli strumenti non convenzionali di politica monetaria per la redditività delle banche.

Nel complesso, le stime indicano che le misure non convenzionali di politica monetaria abbiano avuto un impatto neutrale sulla redditività delle banche tra il 2014 e il 2019 (cfr. la sezione 6 per l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria sulla situazione finanziaria delle banche). Da un lato, tali misure hanno prodotto un significativo effetto positivo derivante dall'aumento dei volumi dei prestiti e dalla contrazione dei costi per accantonamenti e riduzioni di valore, oltre a effetti di più breve durata relativi alle plusvalenze²⁰. Dall'altro, nelle risposte fornite nell'ambito dell'indagine BLS le banche hanno associato la politica dei tassi di interesse negativi e il PAA a un peggioramento della propria redditività complessiva (cfr. il grafico 6), riferendosi probabilmente, in primo luogo, alla generale compressione dei margini indotta dall'allentamento della politica monetaria in prossimità del limite inferiore effettivo, ma anche all'impatto meccanico avverso sulla redditività esercitato dagli oneri per interessi negativi applicati alla liquidità in eccesso²¹. L'importanza della remunerazione negativa delle riserve in eccesso nelle risposte fornite dalle banche

²⁰ Cfr. Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J., e von Landesberger, J., "Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014", *Occasional Paper Series*, n. 278, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2021.

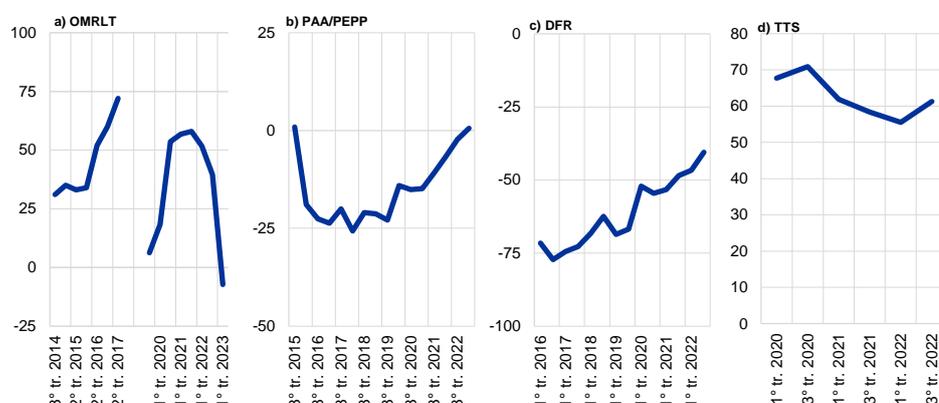
²¹ Sui canali attraverso cui le misure di politica monetaria convenzionali e non convenzionali incidono sul margine di interesse delle banche e su altre componenti della redditività di queste ultime in un contesto di bassi tassi di interesse, cfr. Altavilla, C., Boucinha, M. e Peydró, J.-L., "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment", *Economic Policy*, vol. 33, numero 96, 2018, pagg. 531-586.

implicava anche che l'introduzione del sistema di remunerazione a due livelli (two-tier system, TTS), esplicitamente adottato per sostenere il canale bancario del meccanismo di trasmissione della politica monetaria pur preservando il contributo positivo dei tassi negativi all'orientamento accomodante, ha portato la stragrande maggioranza delle banche partecipanti a segnalare un effetto positivo²². In parallelo, la redditività delle banche è stata sostenuta, in certa misura, anche dalle OMRLT, che hanno consentito una riduzione dei costi di provvista e una forte espansione del credito.

Grafico 6

Impatto degli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE sulla redditività delle banche

(percentuali nette di banche che segnalano un miglioramento)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: i periodi riportati sull'asse delle ascisse si riferiscono ai rispettivi periodi documentati dalle domande semestrali: ad esempio, "1° trim. 2023" indica il periodo quarto trimestre 2022-primo trimestre 2023. Impatto della prima e della seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) dal terzo trimestre del 2014 al secondo trimestre del 2017. Impatto della terza serie di OMRLT dal terzo trimestre del 2019 al primo trimestre del 2023. Impatto sulla redditività non disponibile per il tasso sui depositi presso la banca centrale (DFR) e il sistema di remunerazione a due livelli (TTS); per questi strumenti si riporta invece l'impatto sul margine di interesse netto. Le ultime osservazioni sono relative al primo trimestre del 2023 per le OMRLT, il PAA e il PEPP, e al terzo trimestre del 2022 per il tasso sui depositi presso la banca centrale e il sistema di remunerazione a due livelli.

Le risposte delle banche alla serie di domande ad hoc collegate agli strumenti non convenzionali di politica monetaria mostrano le corpose evidenze che l'indagine BLS è stata in grado di fornire in merito all'impatto delle misure di politica monetaria della BCE sulla situazione finanziaria delle banche, sulle condizioni del credito bancario e sui volumi dei prestiti. In risposta

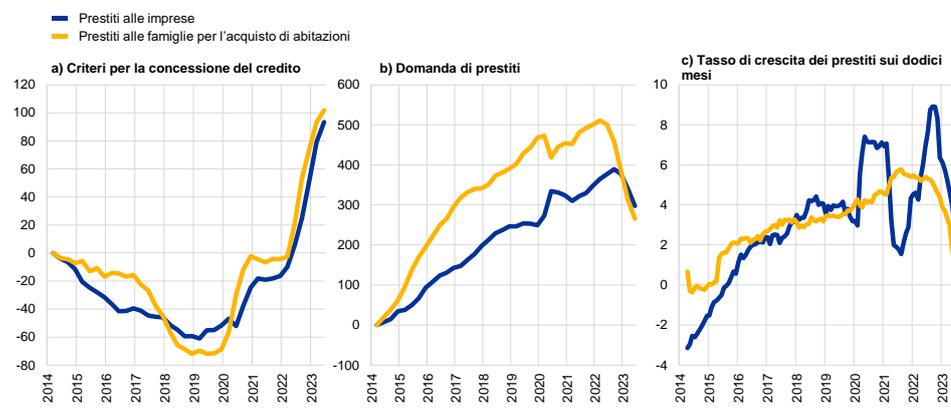
all'orientamento accomodante della politica monetaria in tale periodo, le banche hanno perlopiù allentato i criteri per la concessione di nuovi prestiti a imprese e famiglie tra il secondo trimestre del 2014 e il primo del 2019. Ciò si è accompagnato a un recupero della domanda di prestiti e a una crescita effettiva del credito a imprese e famiglie (cfr. il grafico 7).

²² Il sistema di remunerazione a due livelli è stato applicato dalla BCE da settembre 2019 a settembre 2022 e ha introdotto un diverso tasso di remunerazione per una parte dei depositi di conto corrente degli enti creditizi in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime. In particolare, il sistema a due livelli è stato impiegato per esentare parte di tali consistenze dal tasso di interesse negativo applicato ai depositi presso la banca centrale. Cfr. Boucinha, M., Burlon, L., Corsi, M., Della Valle, G., Eisenschmidt, J., Marmara, I., Pool, S., Schumacher, J. e Vergote, O., "Two-tier system for remunerating excess reserve holdings", *Occasional Paper Series*, n. 302, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2022.

Grafico 7

Condizioni per la concessione del credito bancario, domanda di prestiti e prestiti alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, 2014-2023

(pannelli a) e b): percentuali nette cumulate di banche; pannello c): tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonti: BCE (indagine BLS e voci di bilancio) ed elaborazioni della BCE.

Note: cfr. le note del grafico 1. Accumulazione a partire dal secondo trimestre del 2014 (periodo di base = primo trimestre del 2014). Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

Le azioni di vigilanza e i requisiti regolamentari hanno indotto le banche ad accumulare capitale e adottare prassi più prudenti per l'erogazione di prestiti senza ostacolare la trasmissione dell'allentamento della politica monetaria alle condizioni del credito.

Le banche hanno segnalato un aumento delle posizioni patrimoniali e una riduzione delle attività ponderate per il rischio nel loro impegno a soddisfare i requisiti di vigilanza (cfr. il pannello a) del grafico 8) nel contesto della riforma dei requisiti di Basilea II²³. Nei primi anni successivi all'annuncio delle misure tese a riformare i requisiti imposti da Basilea II e istituire un Meccanismo di vigilanza unico nell'Unione europea (2011-2013), le risposte fornite dalle banche nell'ambito dell'indagine BLS hanno segnalato un impatto restrittivo dei requisiti di vigilanza sui criteri di concessione del credito, di riflesso all'intensificazione degli sforzi finalizzati ad accumulare capitale e risanare i bilanci²⁴. In linea con la natura prudentiale dei requisiti, la riduzione delle attività ponderate per il rischio è derivata da una relativa diminuzione dei prestiti più rischiosi. Ciò è coerente con l'impatto sostanzialmente neutrale dei requisiti di vigilanza sui criteri di concessione del credito nel periodo 2014-2019, dopo gli effetti restrittivi del periodo precedente²⁵. In altre parole, i dati desunti dall'indagine BLS rivelano che i requisiti di vigilanza e regolamentari più

²³ Il Parlamento europeo ha pubblicato la propria risoluzione su Basilea II e la revisione delle direttive sui requisiti patrimoniali il 7 ottobre 2010. Il quadro normativo di Basilea III è stato pubblicato dalla BRI a dicembre 2010 e aggiornato a giugno 2011. I requisiti di Basilea III sono stati recepiti nell'impianto legislativo dell'UE attraverso il pacchetto CRR/CRD IV, che comprende il regolamento sui requisiti patrimoniali (capital requirements regulation, CRR, 575/2013/UE) e la direttiva sui requisiti patrimoniali (capital requirements directive, CRD, 2013/36/UE), in vigore da gennaio 2014. La piena attuazione dei requisiti di Basilea III ha reso necessarie numerose proroghe, fino alla completa applicazione a partire dal 1° gennaio 2023. Il Regolamento sul Meccanismo di vigilanza unico (1024/2013/UE) è stato pubblicato dal Parlamento europeo a ottobre 2013.

²⁴ Cfr. anche Köhler-Ulbrich, P. et al., op. cit.

²⁵ Cfr. l'articolo 1 *Le condizioni del credito per le imprese dell'area dell'euro secondo l'indagine sul credito bancario* nel numero 8/2019 di questo Bollettino. Le banche hanno segnalato un impatto restrittivo sui criteri di concessione del credito e una contrazione media dei prestiti collegata ai requisiti di vigilanza nei trimestri fino al quarto del 2013, periodo che ha coinciso con una riduzione della leva finanziaria e un inasprimento dei criteri di concessione del credito generalizzati, in un contesto di più bassi livelli di tolleranza al rischio.

stringenti non hanno ostacolato, di per sé, la trasmissione dell'allentamento della politica monetaria dopo il 2014, ma hanno contribuito a contenere l'assunzione di rischi ingiustificati da parte delle banche²⁶.

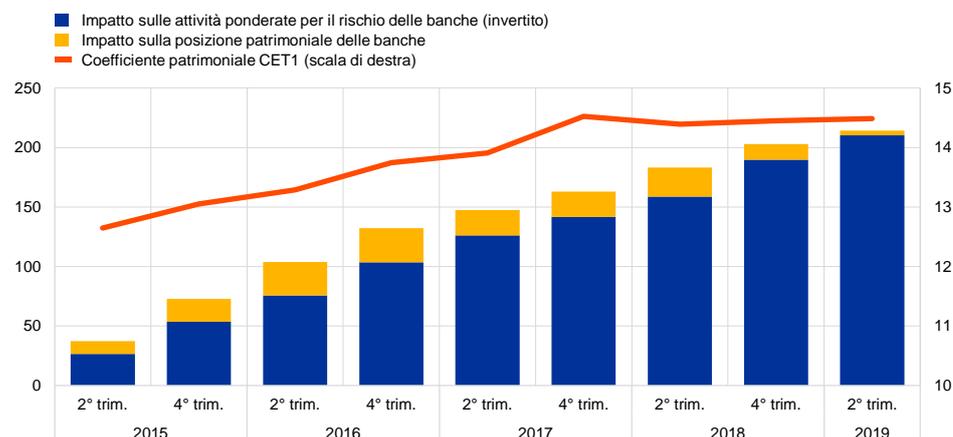
²⁶ Cfr. anche, ad esempio, Altavilla, C., Boucinha, M., Peydró, J.-L. e Smets, F., [“Banking supervision, monetary policy and risk-taking: big data evidence from 15 credit registers”](#), *Working Paper Series*, n. 2349, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2020, nonché Albertazzi, U. et al., [“Monetary policy and bank stability: the analytical toolbox reviewed”](#), *Working Paper Series*, n. 2377, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2020.

Grafico 8

Impatto dei requisiti di vigilanza e regolamentari nonché delle quote di NPL delle banche

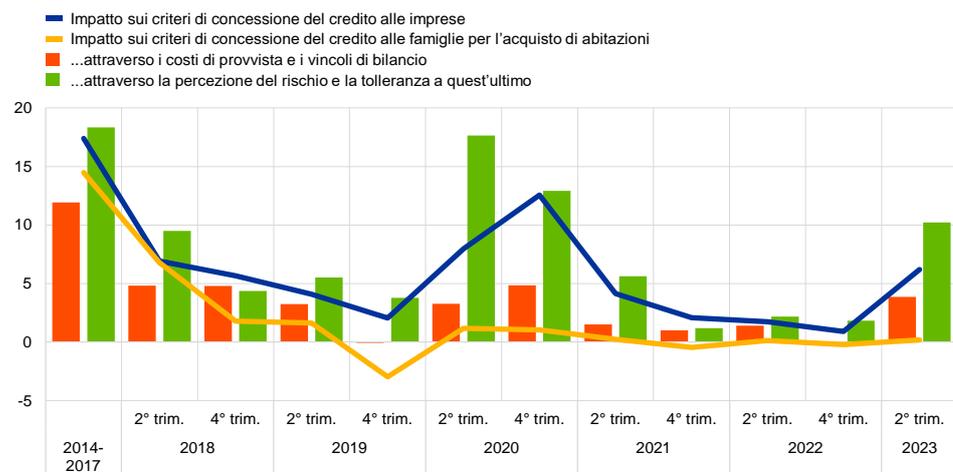
a) Impatto dei requisiti di vigilanza e regolamentari ed evoluzione degli effettivi coefficienti patrimoniali CET1 delle banche

(scala di sinistra: percentuali nette cumulate di banche che segnalano un aumento; scala di destra: percentuali di attività ponderate per il rischio)



b) Impatto delle quote di NPL

(percentuali nette di banche che segnalano un impatto restrittivo delle quote di NPL)



Fonte: BCE (indagine BLS e dati bancari consolidati).

Note: pannello a), scala di sinistra: le percentuali nette dell'indagine BLS riguardanti l'impatto sulle attività ponderate per il rischio sono invertite, pertanto le riduzioni delle attività ponderate per il rischio sono mostrate come contributi positivi ai coefficienti patrimoniali delle banche. Pannello a), scala di destra: dati bancari consolidati sui coefficienti patrimoniali CET1 delle banche. Pannello b): impatto delle quote di NPL sui criteri di concessione del credito alle imprese e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. La voce "attraverso i costi di provvista e i vincoli di bilancio" rappresenta la media non ponderata di: a) costi collegati alla posizione patrimoniale delle banche; b) costi collegati alle operazioni di risanamento dei bilanci delle banche; c) pressioni connesse ai requisiti di vigilanza e regolamentari. La voce "attraverso la percezione del rischio e la tolleranza a quest'ultimo" indica la media non ponderata di questi due fattori. Le quote di NPL sono definite come quote dei crediti deteriorati e delle anticipazioni al lordo delle riduzioni di valore rispetto al totale dei prestiti e delle anticipazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2019 per il pannello a) e al secondo trimestre del 2023 per il pannello b).

Le attività più rischiose presenti nei bilanci delle banche hanno esercitato pressioni restrittive sulle loro politiche per l'erogazione del credito. Ciò è

avvenuto attraverso l'aumento dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio (le banche con quote di crediti deteriorati più elevate tendono a far fronte a condizioni di mercato meno favorevoli e sostengono, inoltre, gli oneri dei costi collegati a eventuali risanamenti) e di più bassi livelli di tolleranza al rischio (il costo-opportunità dei prestiti è più elevato per le banche con maggiori quote di crediti deteriorati) (cfr. il

pannello b) del grafico 8). Nel tempo questo impatto restrittivo si è attenuato, di riflesso alla graduale riduzione delle quote di crediti deteriorati realizzate. La riduzione è stata agevolata dal generale miglioramento della qualità dei prenditori conseguente all'orientamento accomodante della politica monetaria, nonché dai processi di risanamento attuati dalle banche attraverso vendite e cartolarizzazioni.

5 Prestiti bancari durante la pandemia di COVID-19: 2020-2021

L'indagine BLS ha fornito alcune delle prime indicazioni sull'andamento delle condizioni creditizie in risposta alla diffusione della pandemia di COVID-19.

La tempistica dell'edizione di aprile 2020 ha consentito una rilevazione molto precoce delle condizioni di credito e un'osservazione del modo in cui le banche hanno reagito all'imposizione di restrizioni sociali, a una nuova politica monetaria accomodante e a misure espansive di bilancio, nonché all'elevata incertezza. Le indicazioni iniziali per il primo trimestre del 2020 hanno mostrato che i criteri per la concessione del credito alle imprese si erano inaspriti in misura minore rispetto a quelli applicati ai prestiti alle famiglie (cfr. il pannello a) del grafico 9). Il più contenuto irrigidimento dei criteri per la concessione del credito alle imprese nel primo trimestre e l'allentamento atteso nel secondo trimestre del 2020 hanno fornito le prime indicazioni sull'impatto dei grandi programmi pubblici annunciati a sostegno delle imprese già nelle fasi iniziali della pandemia, mentre ci si attendeva un ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione dei prestiti alle famiglie, sospinto dalla percezione del rischio. Durante le fasi iniziali della pandemia, nel primo e soprattutto nel secondo trimestre del 2020, la domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata in un contesto caratterizzato da una "corsa alla liquidità" su vasta scala e da una maggiore domanda di prestiti a breve termine, in un momento in cui i ricavi, in alcuni settori, hanno iniziato a crollare²⁷.

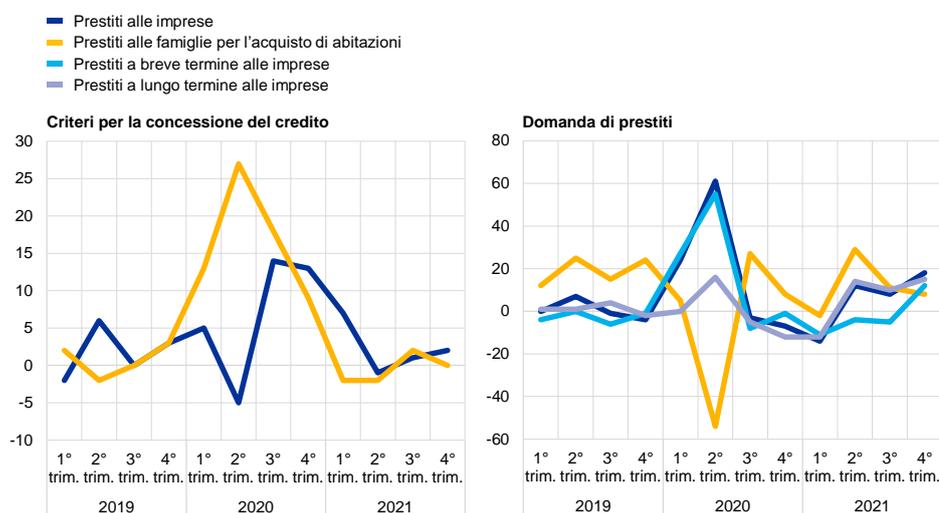
²⁷ Cfr. il riquadro 8 *Determinanti della domanda di prestiti da parte delle imprese nell'area dell'euro: cosa è cambiato durante la pandemia di COVID-19?* nel numero 5/2020 di questo Bollettino.

Grafico 9

Irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito durante la pandemia di COVID-19 e aumento netto della domanda di prestiti per categoria di prestito

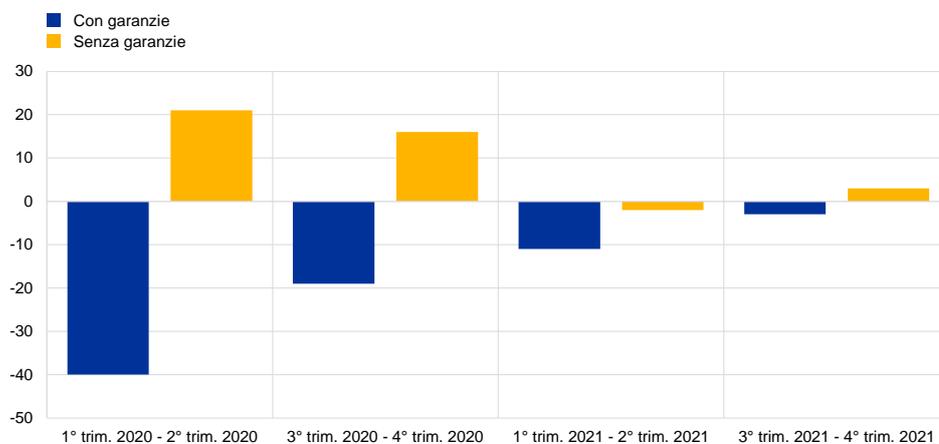
a) Criteri per la concessione del credito e domanda di prestiti

(percentuali nette di banche)



b) Criteri per la concessione di prestiti con e senza garanzie pubbliche

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: pannello b): le risposte delle banche si basano su una domanda ad hoc dell'indagine BLS relativa alle variazioni dei criteri di concessione del credito da parte delle banche e alla domanda di prestiti con garanzie pubbliche legate alla pandemia e di prestiti senza tali garanzie. Tale domanda ad hoc è stata inclusa nell'indagine dall'edizione di gennaio 2021, che fornisce informazioni sulla prima e sulla seconda metà del 2020, fino all'edizione di gennaio 2022, che fornisce informazioni sulla seconda metà del 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2021.

Riflettendo le peculiarità della pandemia, l'indagine sul credito bancario ha mostrato altresì dinamiche diverse per quanto riguarda la domanda di prestiti tra imprese e famiglie e tra prestiti a breve e lungo termine. In contrasto con l'impennata della domanda di prestiti da parte delle imprese, la domanda di prestiti da parte delle famiglie è diminuita rapidamente nelle fasi iniziali della pandemia (cfr. il pannello a) del grafico 9). L'elevata incertezza sulle prospettive di reddito e il conseguente forte calo della fiducia dei consumatori e dei consumi effettivi, unitamente alla mancanza di opportunità di realizzare investimenti in edilizia residenziale nel contesto delle misure di contenimento, hanno determinato tale netta

diminuzione della domanda di prestiti. Inoltre, la domanda di prestiti a breve termine da parte delle imprese ha registrato un'impennata di gran lunga superiore a quella di prestiti a lungo termine, riflettendo una forte necessità di finanziamenti a più breve termine a causa del brusco calo dei ricavi all'inizio della pandemia. È interessante notare che, durante questo periodo, la domanda di prestiti a più lungo termine da parte delle imprese era inizialmente ancora positiva, sebbene più moderata rispetto a quella di prestiti a breve termine, discostandosi quindi dall'andamento degli investimenti fissi, che era diminuito significativamente. In prospettiva storica, la domanda di prestiti per investimenti fissi è stata fortemente correlata a quella di prestiti a lungo termine. Durante la pandemia, tuttavia, la domanda di prestiti a lungo termine è lievemente aumentata, sostenuta da condizioni di credito favorevoli, mentre il fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi è notevolmente diminuito, di riflesso al concomitante brusco calo degli investimenti delle imprese. Ciò indica un contesto in cui le imprese hanno rinviato la spesa in conto capitale per compensare le perdite percepite di entrate a più lungo termine.

Le domande ad hoc dell'indagine hanno contribuito a evidenziare l'importante sostegno fornito dalle autorità di bilancio, monetarie e di vigilanza in un contesto di diffusa incertezza. Al culmine della pandemia di COVID-19, la BCE ha annunciato misure generalizzate a sostegno del funzionamento dei mercati del credito, quali una ricalibrazione delle condizioni per le operazioni OMRLT-III con condizioni molto accomodanti per le banche, l'espansione del PAA e l'avvio del PEPP. I risultati dell'indagine hanno permesso di prevedere tempestivamente l'effetto di allentamento fornito da tali misure durante la pandemia. Inoltre, il sostegno delle autorità di bilancio è stato evidenziato in una domanda ad hoc dell'indagine BLS sulle differenze nelle condizioni di prestito, per le imprese, con e senza garanzie pubbliche legate alla pandemia. I prestiti garantiti hanno registrato un allentamento netto dei criteri di concessione del credito, in particolare durante le prime fasi della pandemia, mentre i prestiti non garantiti hanno registrato un irrigidimento netto di tali criteri (cfr. il pannello b) del grafico 9)²⁸.

6 Inasprimento della politica monetaria e variazioni dell'offerta e della domanda di credito dal 2022

Nel contesto del recente inasprimento della politica monetaria, le informazioni fornite dall'indagine sul credito bancario sono divenute particolarmente importanti per valutare l'offerta e la domanda di credito nell'area dell'euro.

In considerazione del forte aumento dell'inflazione nel 2021 e nel 2022 e dell'aspettativa di un'inflazione troppo elevata per un certo periodo di tempo, la portata e la rapidità dell'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE da luglio 2022 hanno avuto carattere eccezionale, con il fine di riportare, in modo

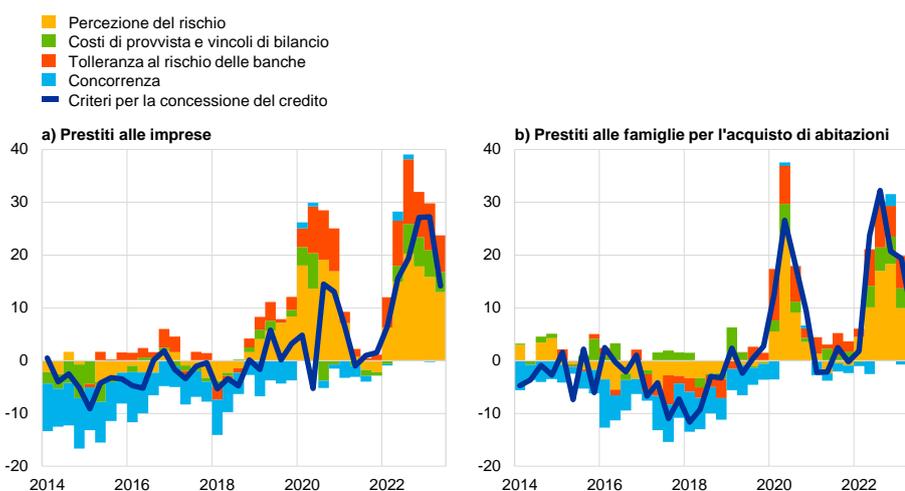
²⁸ Cfr. le relazioni, pubblicate sul sito Internet, relative alle edizioni della BLS in cui è stata inclusa tale domanda ad hoc, ad esempio per il [quarto trimestre del 2020](#). Cfr. anche Falagiarda, M. e Köhler-Ulbrich, P., "Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?", *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2021.

tempestivo, l'inflazione verso l'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE²⁹. Inoltre, la fine degli acquisti netti di attività da parte della BCE nell'ambito del PEPP e del PAA, rispettivamente a marzo e a giugno 2022, la cessazione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire da luglio 2023, la ricalibrazione delle condizioni relative alle OMRLT-III a ottobre 2022 nonché le operazioni OMRLT-III in scadenza hanno accresciuto le pressioni verso un inasprimento delle condizioni del credito bancario. In tale contesto, a partire dall'inizio del 2022, i criteri per la concessione del credito alle imprese si sono notevolmente irrigiditi (cfr. il pannello a) del grafico 10), di riflesso alla rapidità e alla portata dell'inasprimento della politica monetaria e alla sua corrispondente trasmissione attraverso le banche. Allo stesso tempo, l'entità cumulata dell'irrigidimento registrato dall'indagine BLS si è mantenuta al di sotto di quella osservata durante la crisi finanziaria mondiale (cfr. il pannello a) del grafico 7, rispetto al grafico 1), in parte in relazione al diverso ruolo dei fattori indicati nell'indagine BLS nei due periodi di inasprimento.

Grafico 10

Importanza dei fattori che incidono sui criteri per la concessione del credito, 2014-2023

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: cfr. le note del grafico 2. La voce "Tolleranza al rischio delle banche" è stata introdotta nel questionario dell'indagine nel primo trimestre del 2015. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

A partire dal 2022, l'aumento del rischio percepito da parte delle banche, il calo della loro tolleranza al rischio e, in misura minore, la loro situazione di bilancio sono state le principali determinanti dei criteri di concessione del credito da queste applicati nel ciclo di inasprimento. La rilevanza della percezione del rischio e del calo della tolleranza al rischio nella congiuntura attuale riflette in parte l'ampia trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria, dati i timori delle banche in relazione ai rischi di rifinanziamento o di rimborso dei prenditori, in particolare per le imprese fortemente indebitate, a bassa liquidità e a basso reddito in un contesto di maggiori tassi di interesse e inflazione elevata (cfr. il pannello a) del

²⁹ Cfr., ad esempio, le dichiarazioni di politica monetaria della BCE del [21 luglio 2022](#) e del [14 settembre 2023](#).

grafico 10). In tale contesto, le quote di crediti deteriorati sono riemerse come fattore di irrigidimento per le condizioni del credito bancario alle imprese (cfr. il pannello b) del grafico 8), sebbene finora in modo relativamente contenuto. Allo stesso tempo, il minore contributo della situazione di bilancio delle banche, rispetto all'elevato contributo offerto all'inasprimento durante la crisi finanziaria globale (cfr. il grafico 10, rispetto al grafico 2), riflette probabilmente la posizione patrimoniale complessivamente più solida degli intermediari dell'area dell'euro per effetto dell'armonizzazione e del rafforzamento del quadro regolamentare e di vigilanza, nonché la presenza di strumenti di politica monetaria specificamente concepiti per evitare una frammentazione ingiustificata, come lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (Transmission Protection Instrument, TPI).

L'evidenza relativa al recente episodio di inasprimento mostra che un sostanziale irrigidimento dei criteri di concessione del credito, associato a una restrizione della sua offerta, non deve necessariamente essere legato a un episodio di crisi bancaria e potrebbe verificarsi anche in un periodo di ripresa dei redditi degli intermediari. Un irrigidimento dei criteri di concessione del credito può verificarsi anche in un periodo caratterizzato da una solida capitalizzazione e redditività delle banche. L'irrigidimento dei criteri di concessione del credito è una caratteristica generale che accompagna una fase di inasprimento della politica monetaria e influisce sull'offerta di credito attraverso un insieme di canali, quali il canale dei tassi di interesse, il canale del credito bancario (con riferimento all'aumento dei costi di provvista e alla disponibilità delle banche a erogare prestiti), il canale dei bilanci (con riferimento al merito di credito dei prenditori) e il canale dell'assunzione di rischio (con riferimento alla disponibilità delle banche a tollerare il rischio).

L'aumento dei tassi di interesse nel contesto di una politica monetaria più restrittiva è stato uno dei principali fattori che ha determinato il calo della domanda di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni.

La domanda di prestiti è diminuita fortemente dal 2022, in particolare per i mutui per l'acquisto di abitazioni, la cui flessione netta è iniziata nel secondo trimestre del 2022, e lievemente più tardi per i prestiti alle imprese (a causa dell'impennata della domanda nel contesto della crisi energetica), nel quarto trimestre del 2022 (cfr. il pannello b) del grafico 7). Ciò ha fatto seguito a una fase prolungata di aumenti netti della domanda di prestiti dal 2014, interrotto dal periodo della pandemia, e riflette in parte il ruolo più ampio del canale dei tassi di interesse della politica monetaria, giacché l'inasprimento di quest'ultima induce un aumento dei costi di finanziamento (anche attraverso uno spostamento verso l'interno della curva dell'offerta di prestiti), frenando così la crescita economica e la domanda di erogazioni (che si manifesterebbe come uno spostamento verso il basso della curva della domanda di prestiti). La risposta particolarmente marcata della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni riflette in misura notevole l'elevata elasticità di quest'ultima ai maggiori costi di finanziamento. Le pressioni al ribasso sulla domanda di prestiti, derivanti da tassi di interesse più elevati, sono state accompagnate da un deterioramento delle prospettive del mercato degli immobili

residenziali, segnalando l'interconnessione di tali fattori e il recente calo dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro.

In linea con le proprietà di indicatore anticipatore dell'indagine BLS, sia l'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito sia il calo della domanda di prestiti hanno segnalato, in una fase iniziale, un sostanziale indebolimento della crescita di questi ultimi.

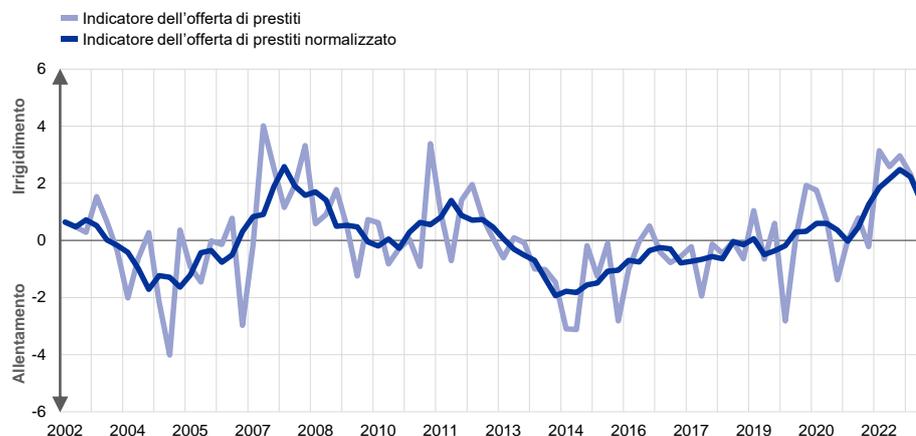
Le prime indicazioni provenienti dall'indagine sono state confermate dagli andamenti effettivi della crescita dei prestiti (cfr. il pannello c) del grafico 7). L'indagine BLS contribuisce a distinguere l'offerta e la domanda di credito, entrambe spostatesi, a partire dal 2022, in risposta all'inasprimento della politica monetaria. Un esempio di ciò è il cosiddetto indicatore dell'offerta di prestiti (loan supply indicator, LSI), che depura i criteri di concessione del credito dell'indagine dalle variazioni della domanda di prestiti a livello di banca e dalle condizioni macroeconomiche prevalenti. Sulla base dell'indicatore è possibile valutare in che misura l'irrigidimento delle condizioni creditizie osservato sia dovuto a effetti dal lato dell'offerta, in aggiunta alle variazioni della domanda di prestiti e delle condizioni macroeconomiche (cfr. il grafico 11)³⁰. Sebbene la distinzione tra offerta e domanda di credito sia importante per comprendere gli effetti della politica monetaria e l'emergere di vincoli dal lato dell'offerta, è fondamentale tenere presente che l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria sull'offerta e quello sulla domanda di credito sono interdipendenti. Tassi di interesse più elevati non solo frenano la domanda di prestiti, ma accrescono anche gli oneri per interessi e i rischi di rifinanziamento dei prenditori. In aggiunta, attraverso l'effetto frenante di una politica monetaria più restrittiva sull'attività economica, tassi di interesse più elevati riducono gli utili societari e potrebbero determinare un maggior numero di fallimenti, che a loro volta sopprimono l'offerta a causa del contesto di rischio elevato. A partire dal 2022, l'indicatore dei criteri corretti di concessione del credito mostra un marcato inasprimento dell'offerta di prestiti a un tasso in linea con quello osservato durante la crisi finanziaria globale, mentre le percentuali nette grezze di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito sembrano essere aumentate in misura minore rispetto al periodo della medesima crisi (cfr. i grafici 2 e 10).

³⁰ Per maggiori dettagli sulla costruzione dell'indicatore dell'offerta di prestiti, cfr. Altavilla, C., Darracq Paries, M. e Nicoletti, G. "Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis", *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. Cfr. anche Lane, P.R., op. cit.

Grafico 11

Indicatore dell'offerta di prestiti

(indice)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: indicatore dell'offerta di prestiti (LSI) per i prestiti bancari alle imprese, come in Altavilla, Darracq Paries e Nicoletti (2019).

La serie normalizzata è una media mobile incentrata su cinque trimestri. I valori positivi indicano un irrigidimento, mentre quelli negativi indicano un allentamento. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

Le domande ad hoc dell'indagine sul credito bancario possono far luce sulle sfide affrontate dalle banche nell'attuale periodo di inasprimento della politica monetaria, nonostante la loro solida posizione patrimoniale.

Una nuova domanda all'interno dell'indagine relativa all'impatto sulla redditività delle banche dei rialzi dei tassi di interesse della BCE ha evidenziato che, malgrado l'effetto positivo derivante dall'aumento dei margini di interesse netti, l'incremento dei tassi ha inciso negativamente sulla redditività attraverso minori volumi di prestiti, maggiori esigenze di accantonamento e, talvolta, perdite di capitale sui portafogli di titoli delle banche³¹. Inoltre, gli acquisti di attività e le OMRLT della BCE, se da un lato hanno avuto un impatto positivo su posizioni di finanziamento sul mercato, posizioni di liquidità e volumi di prestito delle banche durante i periodi in cui sono state implementate misure non convenzionali di politica monetaria (cfr. la sezione 4), dall'altro hanno iniziato a incidere negativamente su tali voci durante le fasi della loro progressiva revoca, ad esempio con la fine degli acquisti di attività da parte della BCE (ad eccezione dei reinvestimenti nel quadro del PEPP) e il calo della liquidità delle OMRLT in essere, dovuto alle operazioni in scadenza e ai rimborsi anticipati. Gli effetti di tali misure, oltre all'impatto dell'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE, si sono trasmessi determinando minori volumi di prestito e criteri più stringenti per la concessione del credito (cfr. il grafico 5).

L'indagine sul credito bancario fa inoltre luce sull'esistenza di sacche di vulnerabilità in un contesto di tassi di interesse in aumento, soprattutto in alcuni settori economici e per i debitori più rischiosi. Le variazioni di termini e condizioni delle banche confermano un maggiore irrigidimento delle condizioni di prestito per le imprese più rischiose. In primo luogo, dal quarto trimestre del 2021, i margini sui prestiti si sono ampliati in misura nettamente maggiore per i prestiti più

³¹ Una domanda ad hoc semestrale relativa all'impatto sulla redditività delle banche delle decisioni della BCE sui tassi di interesse di riferimento è stata introdotta nell'indagine BLS per il [primo trimestre del 2023](#).

rischiosi alle imprese rispetto ai prestiti medi (cfr. il pannello a) del grafico 12). In secondo luogo, in questo periodo i termini e le condizioni complessivi cumulati si sono inaspriti maggiormente per i prestiti alle piccole e medie imprese (PMI) rispetto a quelli erogati alle imprese di grandi dimensioni, poiché generalmente considerate più rischiose a causa della loro situazione di bilancio meno trasparente. In terzo luogo, in linea con tale andamento, vi è stato un maggiore incremento dei requisiti di garanzia per le PMI rispetto alle grandi imprese. L'analisi empirica basata sui dati a livello di singola banca conferma e amplia ulteriormente tale evidenza, mostrando che le banche meno capitalizzate adeguano i criteri di concessione del credito in risposta a un aumento dei costi della provvista bancaria in modo più marcato rispetto a quelle con una migliore capitalizzazione, soprattutto per le imprese con un maggiore rischio di insolvenza³². Inoltre, i rischi di credito nel portafoglio prestiti delle banche tendono a essere maggiori per alcuni settori economici, come quello immobiliare. Secondo i dati dell'indagine BLS, dall'inizio del 2022 i criteri per la concessione di prestiti al settore degli immobili commerciali e residenziali si sono inaspriti in misura maggiore rispetto agli altri principali settori economici, in linea con il calo dei prezzi delle abitazioni e con i maggiori rischi connessi al valore delle garanzie (cfr. il pannello b) del grafico 12)³³. Analogamente, in un contesto di rischi persistentemente elevati per il settore energetico, il settore manifatturiero a elevata intensità di energia ha registrato un maggiore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito rispetto al settore manifatturiero nel suo complesso. Ciò evidenzia il valore generale dell'indagine, in quanto mostra sacche di rischio in fase iniziale.

³² Cfr. Faccia, D., Huennekes, F. e Köhler-Ulbrich, P., "What drives banks' credit standards? An analysis based on a large bank-firm panel", *Working Paper Series*, BCE, Francoforte sul Meno, di prossima pubblicazione.

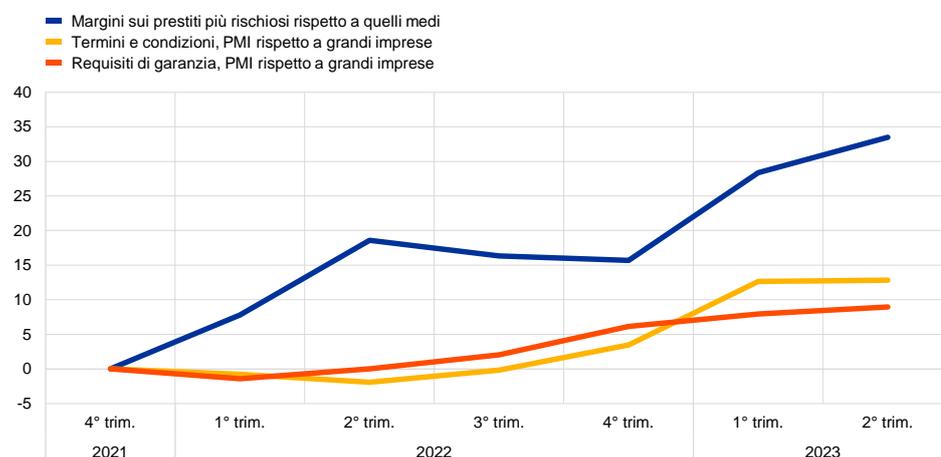
³³ Rispetto ai settori manifatturiero, delle costruzioni, del commercio all'ingrosso e al dettaglio e dei servizi. La produzione manifatturiera ad alta intensità energetica non è inclusa in questo confronto, in quanto tale scomposizione è stata introdotta solo nel periodo compreso tra il terzo e il quarto trimestre del 2022.

Grafico 12

Condizioni del credito bancario per alcune categorie di prestiti alle imprese e criteri di concessione del credito per alcuni dei principali settori economici

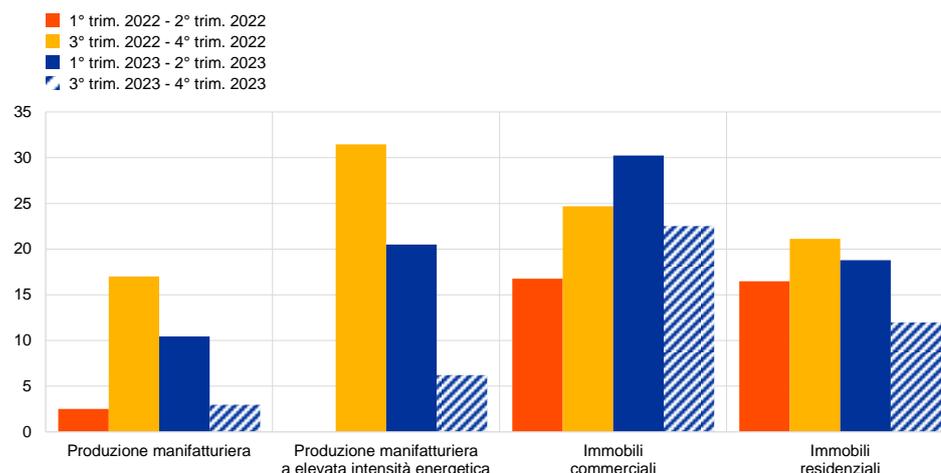
a) Condizioni del credito bancario

(differenze tra percentuali nette cumulate a partire dal quarto trimestre 2021)



b) Criteri per la concessione del credito

(percentuali nette di banche)



Fonte: BCE (indagine BLS).

Note: pannello a): differenze tra le percentuali nette cumulate dei margini sui prestiti più rischiosi rispetto ai prestiti medi e differenze tra le percentuali nette cumulate delle condizioni di prestito delle banche per i prestiti alle PMI e i prestiti alle grandi imprese.

Pannello b): per "Produzione manifatturiera a elevata intensità energetica" si intende la scomposizione del settore manifatturiero introdotta nel periodo compreso tra il terzo e il quarto trimestre del 2022. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 e le aspettative si riferiscono al periodo fra il terzo e il quarto trimestre del 2023.

7 Osservazioni conclusive

Negli ultimi vent'anni l'indagine BLS è diventata uno strumento importante per analizzare le condizioni del credito bancario nell'area dell'euro e per informare la politica monetaria sulle variazioni della domanda e dell'offerta di credito.

L'indagine ha contribuito a una migliore comprensione delle condizioni del credito bancario nell'area dell'euro e ha fornito indicazioni tempestive sull'andamento della crescita dei prestiti con alcuni trimestri di anticipo. Inoltre, ha fatto luce sia sull'impatto delle misure di politica monetaria della BCE sul credito erogato dagli

intermediari, sia su altri importanti fattori che influiscono sulla trasmissione attraverso il canale bancario, quali le azioni di vigilanza o le misure fiscali. Secondo l'indagine, le banche dell'area dell'euro sembrano aver risposto all'inasprimento della politica monetaria iniziato nel 2022 con un irrigidimento netto immediato e sostanziale dei criteri per la concessione di prestiti a imprese e famiglie. Ciò contrasta con il ritardo nell'irrigidimento di tali criteri, connesso alla bassa percezione del rischio, osservato durante il periodo di inasprimento della politica monetaria prima della crisi finanziaria globale. Inoltre, la trasmissione dei rialzi dei tassi della BCE ha determinato un profondo calo della domanda di prestiti.

L'indagine BLS continua a evolversi e ad adattarsi alle nuove questioni programmatiche; più di recente, essa ha incluso una nuova domanda ad hoc sull'impatto dei cambiamenti climatici sul credito bancario alle imprese. In prospettiva, l'indagine continuerà ad affrontare nuovi argomenti di interesse per la politica monetaria, contribuendo così ad approfondire la comprensione dell'andamento delle condizioni del credito bancario nell'area dell'euro.

Statistiche

Indice

1 Contesto esterno	S2
2 Attività economica	S3
3 Prezzi e costi	S9
4 Andamenti del mercato finanziario	S13
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	S18
6 Andamenti della finanza pubblica	S23

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dal Portale dati della BCE:

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

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

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

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

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

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

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

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL ¹⁾ (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro ²⁾ (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3,0	-2,2	-10,4	-4,2	2,2	-6,1	1,3	1,7	1,2	0,9	0,0	2,6	0,3
2021	6,5	5,8	8,7	2,2	8,1	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,3	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,6	6,8	8,0	9,1	2,5	1,9	8,4
2022 3° trim.	1,3	0,7	-0,1	-0,3	3,2	0,3	10,4	7,3	8,3	10,0	2,9	2,7	9,3
4° trim.	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	0,0	10,1	7,6	7,1	10,8	3,8	1,8	10,0
2023 1° trim.	1,0	0,6	0,3	0,8	2,2	0,0	8,6	7,2	5,8	10,2	3,6	1,3	8,0
2° trim.	0,7	0,5	0,2	1,2	0,8	0,2	6,5	6,9	4,0	8,4	3,3	0,1	6,2
2023 apr.	-	-	-	-	-	-	7,3	7,1	4,9	8,7	3,5	0,1	7,0
mag.	-	-	-	-	-	-	6,5	6,9	4,0	8,7	3,2	0,2	6,1
giu.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,0	7,9	3,3	0,0	5,5
lug.	-	-	-	-	-	-	5,9	6,7	3,2	6,8	3,3	-0,3	5,3
ago.	-	-	-	-	-	-	6,4	6,8	3,7	6,7	3,2	0,1	5,2
sett.	-	-	-	-	-	-	-	-	3,7	6,7	3,0	-	4,3

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

2 Attività economica

2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero 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	4.811,6
2021	12.475,1	11.979,7	6.351,9	2.737,3	2.728,4	1.390,4	761,2	570,3	162,0	495,4	6.171,6	5.676,2
2022	13.491,9	13.248,3	7.062,8	2.899,4	3.019,7	1.561,8	847,0	603,7	266,5	243,6	7.436,1	7.192,5
2022 3° trim.	3.390,3	3.363,3	1.796,5	727,6	767,6	394,0	217,6	154,1	71,7	27,0	1.918,5	1.891,5
4° trim.	3.457,1	3.382,0	1.826,1	742,8	775,0	398,4	219,3	155,5	38,0	75,1	1.911,0	1.835,9
2023 1° trim.	3.525,4	3.391,5	1.852,9	740,4	784,1	405,6	223,5	153,2	14,0	133,9	1.901,9	1.767,9
2° trim.	3.575,3	3.433,1	1.869,9	754,8	790,9	407,0	225,9	156,1	17,5	142,2	1.870,6	1.728,4
<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>												
2022 3° trim.	0,3	0,9	1,0	-0,1	1,2	-0,9	3,5	3,0	-	-	1,0	2,2
4° trim.	0,0	-0,5	-0,7	0,5	-0,2	-0,4	-0,7	0,8	-	-	-0,1	-1,1
2023 1° trim.	0,0	-0,5	0,2	-0,6	0,4	0,9	1,8	-2,5	-	-	0,0	-1,1
2° trim.	0,2	0,6	0,0	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,6	-	-	-0,9	-0,2
<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
2022 3° trim.	2,4	3,3	2,2	0,6	4,6	0,8	9,5	7,3	-	-	7,7	10,2
4° trim.	1,8	1,1	1,1	0,7	0,9	-0,2	7,1	-3,9	-	-	4,6	3,2
2023 1° trim.	1,2	0,6	1,3	-0,4	1,9	-1,0	5,7	3,7	-	-	2,9	1,9
2° trim.	0,5	0,5	0,4	0,2	1,4	-1,0	4,7	2,8	-	-	-0,2	-0,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 3° trim.	0,3	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	-0,5	-	-
4° trim.	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-	-
2023 1° trim.	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,6	-	-
2° trim.	0,2	0,6	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,4	-	-
<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	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2022 3° trim.	2,4	3,2	1,2	0,1	1,0	0,1	0,6	0,3	0,9	-0,8	-	-
4° trim.	1,8	1,0	0,6	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
2023 1° trim.	1,2	0,6	0,7	-0,1	0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,4	0,5	-	-
2° trim.	0,5	0,5	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,3	0,1	-0,1	0,0	-	-

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	1.807,4	546,9	486,6	1.210,9	1.203,5	2.066,4	323,2	1.138,5
2021	11.191,9	186,6	2.220,3	594,6	2.021,6	598,5	515,1	1.247,2	1.297,7	2.173,0	337,6	1.283,1
2022	12.152,7	213,2	2.456,7	655,3	2.330,1	633,3	523,5	1.304,0	1.396,7	2.269,6	370,4	1.339,2
2022 3° trim.	3.055,6	54,8	614,3	164,6	593,8	160,0	130,1	325,6	350,7	568,2	93,3	334,7
4° trim.	3.133,8	55,7	639,0	169,2	600,6	161,5	138,2	335,6	360,1	579,8	94,1	323,3
2023 1° trim.	3.198,9	56,0	664,2	178,1	604,8	164,2	144,1	344,4	364,9	581,5	96,6	326,6
2° trim.	3.236,7	54,0	664,9	180,4	612,7	167,8	148,9	349,0	370,6	590,1	98,2	338,6
<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 3° trim.	0,5	-0,5	0,5	-1,2	0,6	1,8	0,1	0,2	0,4	0,5	1,7	-0,7
4° trim.	0,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,7	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	-1,2	-0,1
2023 1° trim.	0,1	0,8	-1,1	2,0	0,1	1,2	-0,4	0,9	0,3	-0,1	1,9	-0,7
2° trim.	0,0	-0,2	-0,3	-0,6	-0,3	1,2	0,5	-0,2	0,4	0,1	0,6	1,5
<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	8,8	2,9	7,9	9,3	5,5	1,9	6,6	3,5	4,3	7,1
2022	3,5	-3,2	1,3	1,1	7,5	5,8	0,1	2,3	4,7	1,9	11,9	2,5
2022 3° trim.	2,6	-4,1	1,7	0,4	4,4	7,2	-0,5	2,0	3,8	1,4	7,1	0,3
4° trim.	2,1	-3,1	1,5	-0,5	2,8	4,2	0,3	1,7	3,0	2,0	7,4	-0,9
2023 1° trim.	1,6	-0,3	-0,2	0,7	2,3	5,3	0,1	1,9	2,0	1,3	6,5	-2,5
2° trim.	0,6	0,3	-0,9	0,1	-0,3	4,7	0,5	1,1	1,5	0,9	3,1	-0,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2022 3° trim.	0,5	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-
4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2023 1° trim.	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	-
2° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<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 3° trim.	2,6	-0,1	0,3	0,0	0,8	0,4	0,0	0,2	0,4	0,3	0,2	-
4° trim.	2,1	-0,1	0,3	0,0	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	-
2023 1° trim.	1,6	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	-
2° trim.	0,6	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	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>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
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
2022 3° trim.	1,8	1,9	1,4	-1,2	1,2	3,2	2,0	6,3	-0,3	3,7	2,5	1,5	0,5
4° trim.	1,5	1,6	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,6	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 1° trim.	1,6	1,6	1,4	-1,5	1,2	1,5	2,2	4,5	1,2	2,6	2,0	1,2	1,0
2° trim.	1,3	1,3	1,4	-2,3	1,0	0,6	1,9	3,7	1,1	2,8	2,0	1,1	0,2
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	0,6	5,8
2022 3° trim.	2,6	2,8	1,4	-1,2	1,8	3,4	3,5	7,5	0,5	5,0	3,5	1,2	2,3
4° trim.	2,1	2,2	1,9	-1,2	1,1	3,0	3,1	4,9	1,3	3,8	2,9	1,0	2,6
2023 1° trim.	2,0	2,3	0,6	-1,1	1,7	1,4	3,0	4,1	1,4	2,1	2,3	1,3	2,1
2° trim.	1,4	1,6	0,9	-2,8	1,2	1,0	1,7	3,6	1,4	2,2	2,2	1,5	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 3° trim.	0,8	1,0	0,0	0,1	0,6	0,2	1,5	1,1	0,9	1,3	1,1	-0,2	1,8
4° trim.	0,6	0,5	1,1	0,1	0,2	0,8	1,3	0,3	0,8	0,6	0,9	-0,3	1,7
2023 1° trim.	0,4	0,7	-0,8	0,4	0,4	-0,1	0,8	-0,4	0,3	-0,5	0,3	0,1	1,1
2° trim.	0,1	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,5	-0,1	-0,1	0,3	-0,6	0,1	0,4	0,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,2	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,051	3,4	12,787	7,8	3,2	10,303	6,9	2,483	16,9	6,517	7,4	6,270	8,1	2,4
2022	167,815	3,1	11,338	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,687	6,4	5,651	7,2	3,1
2022 3° trim.	167,984	3,0	11,431	6,8	2,5	9,062	5,9	2,370	15,2	5,747	6,4	5,684	7,2	3,1
4° trim.	168,610	3,0	11,205	6,6	2,5	8,947	5,9	2,258	14,4	5,592	6,2	5,613	7,1	3,1
2023 1° trim.	169,441	3,0	11,102	6,6	2,5	8,909	5,8	2,193	13,9	5,580	6,2	5,522	7,0	3,1
2° trim.	169,791	3,0	10,962	6,5	2,3	8,714	5,7	2,248	14,1	5,532	6,1	5,430	6,8	3,0
2023 mar.	-	-	11,069	6,5	-	8,860	5,8	2,209	14,0	5,569	6,2	5,501	6,9	-
apr.	-	-	11,037	6,5	-	8,824	5,7	2,213	13,9	5,563	6,2	5,475	6,9	-
mag.	-	-	10,963	6,5	-	8,729	5,7	2,234	14,0	5,513	6,1	5,450	6,8	-
giu.	-	-	10,874	6,4	-	8,678	5,6	2,196	13,8	5,510	6,1	5,364	6,7	-
lug.	-	-	10,963	6,5	-	8,744	5,7	2,218	13,9	5,569	6,2	5,394	6,8	-
ago.	-	-	10,856	6,4	-	8,662	5,6	2,194	13,8	5,514	6,1	5,342	6,7	-

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

2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,3	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,4	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,1	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,4	0,7	-2,7	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 1° trim.	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,4	12,4	12,4	-12,3
2° trim.	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,5	13,3	-16,2
3° trim.	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,8	-0,6	-1,5	-0,7	3,0	9,1	1,5
4° trim.	2,1	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,3	-2,8	-5,1	-1,9	3,4	6,3	15,3
2023 apr.	-0,1	0,8	-6,2	8,5	-0,8	-8,1	0,3	-2,8	-4,4	-1,3	-2,3	4,7	19,4
mag.	-2,3	-1,9	-5,6	2,5	-3,0	-6,7	0,3	-2,1	-2,7	-1,5	-1,1	6,5	20,3
giu.	-1,0	-0,4	-6,3	4,9	-0,4	-7,3	-0,6	-0,8	-2,6	0,7	-1,0	5,0	19,0
lug.	-2,2	-1,9	-5,1	0,5	-1,1	-6,0	1,2	-1,0	-2,2	1,0	-2,3	5,1	16,5
ago.	-5,1	-4,9	-5,2	-7,0	-2,0	-6,3	-0,1	-2,1	-3,2	-0,2	-7,7	.	23,6
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,8

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2023 apr.	1,2	1,6	-0,8	13,0	-2,1	-0,1	-0,4	0,0	0,4	0,3	-2,2	-0,2	-1,3
mag.	0,0	0,1	0,4	0,7	0,2	-2,1	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	3,0	-0,4
giu.	0,1	1,2	-1,0	0,0	-1,2	0,4	-1,2	0,0	0,1	0,2	-0,3	-1,2	2,4
lug.	-1,3	-4,0	0,2	-3,1	0,7	1,2	1,0	-0,1	0,0	0,2	-0,6	0,3	3,6
ago.	0,6	0,2	-0,3	0,3	0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,2	-0,9	-3,0	.	4,5
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,1

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	99,7	-4,3	80,7	-10,7	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2020	88,1	-13,2	74,3	-14,2	-7,0	-12,6	-15,9	86,3	48,6	48,0	42,5	44,0
2021	110,7	9,4	81,8	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2022 4° trim.	95,3	-1,0	81,4	-24,5	3,2	-4,8	5,0	90,4	47,1	45,9	49,0	48,2
2023 1° trim.	99,2	0,0	81,3	-19,7	1,2	-1,0	9,4	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
2° trim.	96,9	-5,1	80,7	-17,0	-0,8	-4,1	7,4	90,2	44,7	46,4	54,5	52,3
3° trim.	93,8	-9,3	.	-16,3	-5,1	-5,1	4,6	.	43,2	43,1	49,2	47,5
2023 mag.	96,4	-5,2	.	-17,4	-0,4	-5,3	7,0	-	44,8	46,4	55,1	52,8
giu.	95,3	-7,1	-	-16,1	-2,7	-5,9	5,7	-	43,4	44,2	52,0	49,9
lug.	94,6	-9,1	80,2	-15,1	-3,7	-4,5	5,4	90,6	42,7	42,7	50,9	48,6
ago.	93,6	-9,9	-	-16,0	-5,4	-5,1	4,3	-	43,5	43,4	47,9	46,7
set.	93,3	-9,0	-	-17,8	-6,2	-5,7	4,0	-	43,4	43,1	48,7	47,2
ott.	.	.	-	-17,9	.	.	.	-	43,0	43,1	47,8	46,5

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	-0,1	4,2	-1,5	5,6	4,9	45,8	24,6	78,6	3,7	-11,9	2,5
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,4	8,8	49,1	27,1	76,1	5,5	9,8	3,4
2022	13,5	92,9	-0,3	2,5	11,6	1,4	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	8,7	2,0
2022 3° trim.	13,9	94,3	-0,4	2,7	9,6	3,0	9,3	49,2	25,2	73,7	4,2	23,7	2,9
4° trim.	13,5	92,9	-0,7	2,5	7,4	1,4	7,0	48,9	24,8	71,7	3,0	-0,4	2,0
2023 1° trim.	13,4	91,0	1,0	2,4	7,0	2,7	5,5	48,5	24,8	69,8	2,4	-1,7	1,4
2° trim.	13,7	89,5	1,2	2,1	2,5	4,3	4,4	48,0	24,6	68,8	1,7	17,3	0,9

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	
2022 3° trim.	1.372,8	1.438,1	-65,4	760,6	814,0	321,1	297,4	248,3	238,6	42,8	88,0	25,7	11,2
4° trim.	1.377,4	1.384,8	-7,4	755,1	756,4	313,0	268,8	266,1	277,0	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 1° trim.	1.390,3	1.352,7	37,6	752,5	697,3	324,0	299,2	273,2	281,1	40,6	75,1	36,0	30,9
2° trim.	1.394,1	1.332,8	61,3	721,6	668,0	326,9	294,8	301,9	285,0	43,7	85,0	25,2	21,3
2023 mar.	468,6	451,4	17,2	255,6	225,4	108,7	105,0	91,7	94,4	12,6	26,7	17,6	13,1
apr.	444,3	435,8	8,5	225,7	216,4	107,3	99,4	97,2	91,5	14,1	28,5	7,1	8,0
mag.	470,7	455,0	15,7	244,2	229,4	110,2	99,2	100,9	98,6	15,4	27,7	5,8	6,4
giu.	479,1	442,0	37,0	251,6	222,2	109,3	96,2	103,9	94,9	14,3	28,7	12,2	7,0
lug.	443,0	422,0	21,0	232,4	207,5	102,7	93,0	94,1	93,4	13,8	28,0	7,9	6,1
ago.	471,1	443,4	27,7	251,9	217,0	105,6	99,4	99,7	99,9	13,9	27,2	8,4	4,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2023 ago.	5.538,9	5.412,8	126,1	2.971,3	2.816,8	1.279,4	1.155,7	1.119,2	1.114,1	169,0	326,2	148,5	101,0
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2023 ago.	39,7	38,8	0,9	21,3	20,2	9,2	8,3	8,0	8,0	1,2	2,3	1,1	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	
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2022 3° trim.	20,2	47,6	730,7	366,3	133,4	217,8	592,6	859,7	532,2	117,5	169,4	535,6	108,0
4° trim.	15,0	20,2	734,1	362,0	139,5	221,5	605,6	798,7	482,5	114,4	169,8	518,9	97,2
2023 1° trim.	8,7	1,1	721,7	346,9	138,0	224,0	595,4	727,8	427,9	114,1	161,4	502,9	78,5
2° trim.	-1,9	-13,6	708,0	331,2	143,5	216,6	587,1	706,8	409,5	113,2	165,0	502,1	74,1
2023 mar.	7,7	-7,2	241,6	115,8	46,9	74,1	199,9	232,6	135,5	37,3	53,3	165,1	24,0
apr.	-3,5	-11,8	233,3	109,6	47,2	71,9	193,5	240,9	141,0	37,8	55,3	169,0	25,5
mag.	-2,3	-13,0	238,2	110,3	49,3	72,7	195,8	237,3	137,1	39,1	55,6	169,2	24,1
giu.	0,0	-15,9	236,4	111,3	46,9	72,0	197,8	228,6	131,4	36,3	54,1	163,8	24,5
lug.	-2,9	-18,3	232,3	109,0	46,2	71,3	194,4	228,8	131,5	37,6	54,0	164,5	26,7
ago.	-3,9	-24,6	236,0				194,9	224,1				160,0	
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2022 3° trim.	2,8	14,8	106,7	104,8	106,1	114,8	106,4	124,0	121,8	123,9	121,2	123,1	140,1
4° trim.	1,6	3,6	107,3	104,0	109,8	114,7	106,9	119,7	116,1	120,4	121,8	120,7	145,0
2023 1° trim.	1,4	-0,7	106,2	102,1	105,8	117,0	105,8	115,8	112,9	120,5	116,5	117,7	144,2
2° trim.	-2,9	-4,7	104,7	99,7	108,5	113,2	105,1	116,9	113,3	122,6	118,7	119,9	157,8
2023 feb.	-0,6	-0,6	106,7	101,6	105,9	119,0	106,5	116,9	114,1	118,9	117,8	118,4	144,7
mar.	2,2	-5,1	106,2	102,7	107,4	115,4	106,4	112,7	109,6	119,7	114,4	116,1	136,1
apr.	-6,2	-4,2	103,0	98,6	107,4	112,3	103,2	118,5	115,1	124,7	119,3	121,4	159,2
mag.	-3,2	-4,3	106,4	100,3	111,3	114,5	106,8	118,4	113,9	126,2	120,9	121,7	152,4
giu.	0,5	-5,5	104,8	100,2	106,8	112,9	105,3	113,9	111,0	116,9	115,8	116,7	161,9
lug.	-1,5	-5,2	102,6	99,6	104,3	110,0	102,5	116,0	112,7	120,5	118,6	119,1	168,8

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
		1	2	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici											3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3	
2020	105,1	0,3	0,7	-0,4	1,0	-	-	-	-	-	-	0,2	0,6	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2022 4° trim.	120,8	10,0	5,1	14,0	4,3	2,3	3,7	2,9	1,4	4,6	1,5	10,0	9,5	
2023 1° trim.	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,3	2,7	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3	
2° trim.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,7	-4,3	1,3	6,1	6,8	
3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,2	1,3	0,8	1,3	1,0	5,0	4,5	
2023 apr.	123,1	7,0	5,6	8,1	5,2	0,2	0,4	-1,6	0,2	-0,9	0,6	7,0	6,4	
mag.	123,2	6,1	5,3	6,8	5,0	-0,1	0,4	-0,5	0,2	-2,1	0,1	6,1	6,2	
giu.	123,5	5,5	5,5	5,5	5,4	0,3	0,4	0,8	0,2	-0,7	0,5	5,2	7,7	
lug.	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,3	5,2	6,3	
ago.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,4	-0,2	0,3	3,3	0,3	5,3	5,2	
set.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	0,0	1,5	0,2	4,6	2,2	

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari	
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
2020	2,3	1,8	4,0	-1,8	0,2	-6,8	1,4	1,3	0,5	-0,6	1,0	1,4
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2022 4° trim.	13,5	13,4	13,7	14,2	6,2	33,9	3,0	2,1	5,6	-0,7	7,1	2,8
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
2023 apr.	13,5	14,6	10,0	5,2	6,2	2,3	3,6	2,6	6,1	0,4	7,7	4,0
mag.	12,5	13,4	9,6	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	4,7	0,7	7,6	4,1
giu.	11,6	12,4	9,0	2,2	5,5	-5,6	3,7	2,7	7,4	0,0	7,2	4,3
lug.	10,8	11,3	9,2	1,6	5,0	-6,1	3,7	2,7	7,1	0,0	7,5	4,3
ago.	9,7	10,3	7,8	2,2	4,7	-3,3	3,7	2,8	6,2	0,0	7,3	4,3
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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 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			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,0	0,6
2022 3° trim.	163,1	41,1	17,7	14,7	20,2	7,7	14,0	19,0	8,6	107,8	11,9	6,6	0,3
2022 4° trim.	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 1° trim.	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,2	0,3	-4,8
2023 2° trim.	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	.	-10,0
2023 mar.	154,4	5,5	5,7	8,1	5,8	6,7	12,9	15,3	8,1	0,0	-	-	-
2023 apr.	149,3	0,9	3,1	5,1	1,2	6,2	10,6	11,3	7,2	-9,2	-	-	-
2023 mag.	146,4	-1,6	0,6	3,4	-1,5	5,7	9,4	9,4	6,4	-13,5	-	-	-
2023 giu.	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,4	-	-	-
2023 lug.	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,7	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
2023 ago.	145,9	-11,5	0,0	1,0	-4,5	4,3	6,4	5,6	4,7	-30,6	-	-	-

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	
2020	107,3	1,8	1,3	0,6	3,4	1,0	-1,3	-2,7	37,0	1,5	3,3	-0,2	-0,9	-0,3	-1,7
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,6	21,5	37,1	29,2	22,2	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,4	29,0	9,6	19,6	28,2	10,9
2022 4° trim.	117,4	5,6	6,8	8,6	5,7	7,6	10,0	12,8	86,6	5,4	13,8	-2,1	5,1	12,2	-2,7
2023 1° trim.	119,7	6,2	5,5	7,9	4,4	6,5	5,4	3,8	75,8	-10,3	-5,3	-14,6	-10,9	-6,5	-15,6
2023 2° trim.	121,2	6,2	4,1	6,8	4,9	4,7	0,4	-3,8	71,6	-18,0	-16,0	-19,9	-18,3	-16,1	-20,8
2023 3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	79,8	-14,0	-15,1	-12,9	-14,8	-15,2	-14,3
2023 apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,7	-19,2	-14,8	-23,3	-19,4	-14,8	-24,4
2023 mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,7	-19,1	-17,5	-20,6	-19,4	-17,6	-21,4
2023 giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	69,0	-15,5	-15,6	-15,4	-15,8	-15,7	-16,0
2023 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,6	-13,4	-14,9	-14,9	-15,0
2023 ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-16,2	-16,8	-15,5	-16,6	-16,2	-17,0
2023 set.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,4	-14,9	-9,6	-13,0	-14,7	-10,8

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

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

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

3 Prezzi e costi

3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,3	5,7	-	-4,4	32,4	56,7	56,3	-	49,7
2020	-0,3	2,0	-0,6	-5,1	11,5	49,0	52,1	48,7	47,2
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2022 4° trim.	40,2	51,8	29,1	41,7	78,1	65,8	74,3	63,7	62,0
2023 1° trim.	23,7	43,5	26,0	27,1	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2° trim.	7,5	30,0	18,0	11,8	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
3° trim.	3,4	22,3	16,0	5,8	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
2023 mag.	6,5	30,0	18,6	12,3	77,4	41,3	64,4	49,0	59,1
giu.	4,4	25,2	16,0	7,7	74,9	39,5	61,3	47,0	56,3
lug.	3,4	23,2	16,4	4,9	73,5	35,8	61,0	45,0	56,1
ago.	3,1	22,8	16,5	6,1	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
set.	3,6	20,9	15,3	6,3	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
ott.	.	.	.	.	.	42,2	62,2	46,0	54,3

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	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,8	3,9	1,8
2021	101,0	1,0	1,1	0,6	0,9	1,2	1,3
2022	105,7	4,6	3,9	6,9	4,9	3,9	2,9
2022 3° trim.	102,1	3,3	2,6	5,4	3,6	3,0	3,0
4° trim.	114,2	5,9	5,3	7,9	5,8	6,0	3,1
2023 1° trim.	102,6	5,2	4,9	6,2	5,6	4,4	4,4
2° trim.	113,8	4,5	4,6	4,0	4,5	4,3	4,4

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 3° trim.	114,1	3,4	8,3	2,1	6,5	2,5	1,9	3,0	6,0	3,4	3,9	-0,7
4° trim.	116,5	4,7	7,7	3,0	7,8	4,3	4,0	3,3	4,2	5,0	4,9	-1,3
2023 1° trim.	118,9	5,9	4,9	7,1	5,4	6,8	4,2	6,0	4,5	6,9	3,8	0,3
2° trim.	119,7	6,5	3,4	7,3	6,1	8,3	4,7	5,3	5,4	6,7	5,4	3,5
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 3° trim.	117,1	4,0	5,2	2,7	3,7	4,9	2,8	2,8	4,3	4,8	3,8	5,8
4° trim.	119,1	5,0	5,7	3,5	5,0	5,4	3,6	3,1	2,6	6,1	5,6	5,0
2023 1° trim.	121,1	5,5	6,1	5,6	4,5	6,9	5,0	4,9	3,8	7,0	3,9	5,8
2° trim.	121,9	5,6	6,3	5,2	5,5	6,0	5,8	4,7	3,8	6,2	5,2	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	8,8	-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	0,1	-0,5	1,7	0,3	10,3
2022 3° trim.	102,7	0,6	-2,9	0,5	-2,7	2,4	0,8	-0,2	-1,6	1,3	-0,1	6,6
4° trim.	102,3	0,3	-1,8	0,5	-2,6	1,0	-0,4	-0,2	-1,5	1,0	0,7	6,5
2023 1° trim.	101,8	-0,4	1,2	-1,4	-0,8	0,1	0,8	-1,0	-0,6	0,0	0,1	5,5
2° trim.	101,8	-0,8	2,8	-2,0	-0,5	-2,1	1,0	-0,6	-1,6	-0,5	-0,2	2,8
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	3,9	4,4	1,9	3,2	3,1	2,9	3,9	4,8	3,4
2022 3° trim.	118,4	3,0	5,7	2,0	3,3	2,9	1,7	1,6	3,3	3,1	4,0	4,2
4° trim.	120,7	4,5	7,2	3,3	4,3	3,9	3,5	2,6	1,7	5,2	6,0	3,8
2023 1° trim.	122,0	4,8	5,1	5,1	4,4	5,5	5,2	4,7	3,8	6,2	3,7	4,7
2° trim.	122,7	5,4	6,7	4,9	5,2	6,1	5,6	4,5	4,3	6,0	4,8	5,2
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 3° trim.	104,9	-0,2	-2,9	-0,1	-2,9	0,9	-0,2	-1,1	-2,8	0,2	0,2	4,7
4° trim.	104,5	-0,3	-1,9	0,3	-3,4	-0,3	-0,7	-0,9	-2,0	0,2	1,1	4,6
2023 1° trim.	103,7	-0,8	0,9	-1,8	-0,6	-0,7	1,2	-1,3	-0,2	-0,3	0,0	4,3
2° trim.	103,6	-0,9	3,2	-2,1	-1,0	-1,9	1,1	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	2,1

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) ²⁾	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
2020	-0,55	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31	0,36	-0,04
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 mar.	2,57	2,71	2,91	3,27	3,65	4,64	-0,02
apr.	2,90	2,95	3,17	3,50	3,74	4,81	-0,02
mag.	3,08	3,15	3,37	3,68	3,86	5,02	-0,05
giu.	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
lug.	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
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

Fonte: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

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

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
2020	-0,75	-0,76	-0,77	-0,72	-0,57	0,19	0,80	0,32	-0,77	-0,77	-0,60	-0,24
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023 mar.	2,75	2,80	2,62	2,35	2,41	-0,39	-1,16	-0,52	2,67	2,25	2,27	2,58
apr.	2,88	2,94	2,68	2,37	2,44	-0,50	-1,36	-0,60	2,74	2,20	2,30	2,65
mag.	3,07	3,02	2,64	2,29	2,38	-0,63	-1,55	-0,53	2,65	2,02	2,23	2,65
giu.	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
lug.	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
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

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	183,7	111,9	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2020	360,0	3.274,3	758,9	226,8	163,2	83,1	128,6	631,4	630,2	347,1	257,6	831,9	3.217,3	22.703,5
2021	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
2023 mar.	448,5	4.201,7	968,8	292,2	175,7	116,6	182,1	809,6	834,4	358,9	296,7	797,0	3.968,6	27.693,2
apr.	460,9	4.358,3	990,6	305,7	184,2	120,7	183,3	817,9	843,4	383,5	305,9	843,0	4.121,5	28.275,8
mag.	456,4	4.319,3	975,3	301,8	180,5	116,0	178,9	824,6	858,8	379,9	296,5	835,4	4.146,2	30.147,5
giu.	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5
lug.	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
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

Fonte: Refinitiv.

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	TAE ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAE ³⁾				
			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	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2022 set.	0,02	0,71	0,63	1,27	5,23	15,83	6,48	5,96	6,57	3,09	2,26	2,59	2,84	2,25	2,67	2,45
ott.	0,03	0,73	0,93	1,60	5,56	15,97	6,76	6,21	6,87	3,55	2,66	2,82	3,05	2,41	2,90	2,67
nov.	0,04	0,75	1,21	1,81	5,79	15,97	6,27	6,55	7,11	3,96	2,95	3,04	3,30	2,55	3,11	2,89
dic.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	4,00	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023 gen.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
mar.	0,14	1,21	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,69	3,88	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,25	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
mag.	0,21	1,31	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	5,15	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
lug.	0,27	1,43	2,82	2,86	7,49	16,40	8,41	7,73	8,41	5,24	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
ago. ^(p)	0,31	1,51	3,03	3,10	7,60	16,47	8,70	7,85	8,50	5,40	4,68	4,21	3,79	3,51	4,15	3,85

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 (TAE³⁾).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022 set.	0,06	0,70	1,79	2,23	2,48	2,91	3,24	2,31	2,55	2,45	2,31	2,34	2,38	2,40
ott.	0,08	0,92	1,83	2,54	2,96	3,52	3,62	2,74	3,02	2,75	2,45	2,76	2,82	2,72
nov.	0,15	1,49	2,34	2,90	3,34	3,76	4,01	3,12	3,37	3,06	2,89	3,30	3,29	3,11
dic.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,55	3,28	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 gen.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,69	3,69	3,54	3,58	3,86
mar.	0,41	2,57	2,95	4,12	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
apr.	0,44	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	5,27	4,95	4,99	4,17	4,71	4,88	4,12	4,78
lug.	0,60	3,31	3,58	4,89	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,32	4,86	5,01	4,32	4,94
ago. ^(p)	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,56	5,24	5,16	4,42	5,00	4,90	4,01	4,99

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde ¹⁾						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
A breve termine														
2020	1.488,7	429,7	126,2	51,5	96,7	836,1	722,5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1.406,7	427,1	127,0	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.371,9	467,2	143,1	50,2	94,6	667,0	621,7	481,8	182,4	117,4	48,0	48,1	133,9	97,1
2023 apr.	1.454,7	564,1	134,6	47,7	102,3	653,7	603,5	509,7	216,5	100,9	31,4	60,2	132,2	103,3
mag.	1.461,8	581,3	140,0	50,7	103,6	636,9	599,7	518,7	243,6	119,3	38,3	54,4	101,6	86,7
giu.	1.486,0	585,4	134,0	49,4	93,7	672,9	634,3	519,0	225,2	115,7	36,0	45,7	132,4	107,1
lug.	1.487,6	581,6	136,2	50,4	99,2	670,6	634,6	509,3	186,9	119,0	36,5	56,6	146,8	122,5
ago.	1.513,4	595,1	139,8	50,4	98,8	679,6	647,8	518,8	231,1	121,9	40,1	40,5	125,3	108,2
set.	1.519,1	590,3	132,5	46,1	87,5	708,8	675,7	501,2	206,9	111,7	37,8	42,6	140,0	123,1
A lungo termine														
2020	19.270,8	4.077,8	3.086,6	1.256,4	1.545,1	10.561,2	9.774,3	.	.	.	.	.	.	.
2021	19.909,6	4.183,0	3.368,8	1.341,9	1.599,3	10.758,5	9.937,5	316,9	67,9	84,2	34,3	23,1	141,8	128,3
2022	17.888,1	3.973,8	3.251,5	1.340,8	1.396,2	9.266,6	8.554,7	299,2	78,4	73,6	29,1	16,6	130,6	121,2
2023 apr.	18.408,0	4.118,7	3.276,7	1.338,8	1.418,1	9.594,5	8.874,2	308,9	72,8	76,7	34,0	16,4	143,1	137,2
mag.	18.576,3	4.191,7	3.332,1	1.373,8	1.426,2	9.626,3	8.908,9	373,6	100,2	101,6	55,9	27,3	144,5	136,2
giu.	18.675,5	4.203,9	3.343,6	1.379,7	1.428,5	9.699,4	8.979,4	404,5	113,8	86,9	30,9	31,2	172,6	160,9
lug.	18.762,5	4.301,0	3.346,2	1.368,1	1.433,9	9.681,3	8.961,2	351,4	140,7	59,9	13,7	18,8	132,0	127,2
ago.	18.787,5	4.316,5	3.332,4	1.351,2	1.429,6	9.709,0	8.986,5	208,8	53,0	48,4	11,9	8,5	98,8	95,4
set.	18.653,8	4.305,6	3.370,3	1.360,3	1.433,6	9.544,3	8.830,6	362,8	89,9	104,9	19,9	30,2	137,7	127,9

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
							1					2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2020	20.759,5	4.507,5	3.212,8	1.307,8	1.641,8	11.397,3	10.496,8	8.514,7	473,8	1.334,0	6.705,9
2021	21.316,4	4.610,0	3.495,9	1.392,0	1.687,2	11.523,2	10.612,4	10.550,9	600,0	1.696,7	8.253,1
2022	19.260,0	4.440,9	3.394,6	1.391,0	1.490,9	9.933,6	9.176,5	8.732,8	525,0	1.348,2	6.858,9
2023 apr.	19.862,7	4.682,7	3.411,3	1.386,5	1.520,3	10.248,3	9.477,7	9.683,9	566,5	1.430,0	7.686,9
mag.	20.038,1	4.773,0	3.472,1	1.424,5	1.529,8	10.263,2	9.508,7	9.404,7	545,5	1.384,7	7.474,0
giu.	20.161,5	4.789,4	3.477,5	1.429,1	1.522,2	10.372,3	9.613,7	9.651,6	587,4	1.457,6	7.606,1
lug.	20.250,1	4.882,7	3.482,4	1.418,5	1.533,1	10.351,9	9.595,8	9.812,0	619,2	1.512,5	7.679,8
ago.	20.300,8	4.911,6	3.472,2	1.401,6	1.528,4	10.388,6	9.634,3	9.542,5	582,3	1.484,9	7.474,7
set.	20.172,9	4.895,9	3.502,8	1.406,4	1.521,1	10.253,1	9.506,3	9.178,5	576,2	1.419,2	7.182,6
Tasso di crescita¹⁾											
2023 feb.	4,2	7,8	3,6	-0,4	1,6	3,3	3,9	0,1	-2,4	0,7	0,2
mar.	3,9	7,1	2,8	-1,5	-0,1	3,4	4,0	0,0	-2,4	0,5	0,1
apr.	4,4	8,2	2,0	-1,4	0,5	4,1	4,8	0,0	-2,2	0,5	0,1
mag.	4,5	9,2	2,9	1,7	0,6	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
giu.	5,3	10,3	3,9	2,8	0,8	4,3	5,1	-1,0	-2,4	1,0	-1,3
lug.	6,0	12,2	3,6	1,3	1,7	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,2
ago.	5,9	12,2	3,5	0,8	1,0	4,7	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
set.	6,3	10,4	5,1	2,8	1,3	5,6	6,3	-0,7	-3,1	2,5	-1,1

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2020	99,7	93,7	93,8	90,0	75,0	88,4	119,2	93,9
2021	99,6	93,7	93,5	89,2	69,2	86,6	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,1	64,4	81,7	116,1	90,9
2022 4° trim.	95,7	91,9	95,0	84,9	63,6	82,3	116,7	91,8
2023 1° trim.	97,1	92,8	96,8	86,6	66,8	84,5	119,4	93,1
2° trim.	98,2	93,5	98,0	87,7	66,0	84,9	121,4	94,3
3° trim.	98,9	94,5	98,5	.	.	.	123,5	95,6
2023 apr.	98,4	93,8	98,1	-	-	-	121,5	94,6
mag.	98,0	93,2	97,7	-	-	-	120,9	93,9
giu.	98,2	93,5	98,1	-	-	-	121,8	94,5
lug.	99,2	94,6	99,0	-	-	-	123,7	95,9
ago.	99,0	94,7	98,5	-	-	-	123,7	95,9
set.	98,5	94,2	97,9	-	-	-	123,0	95,1
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 set.	-0,5	-0,6	-0,6	-	-	-	-0,6	-0,8
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 set.	5,0	4,9	5,2	-	-	-	8,0	6,4

Fonte: BCE.

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

4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 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
2020	7,875	26,455	7,454	351,249	121,846	4,443	0,890	4,8383	10,485	1,071	1,142
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2022 4° trim.	7,258	24,389	7,438	410,825	144,238	4,727	0,870	4,9208	10,938	0,983	1,021
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
2023 apr.	7,556	23,437	7,452	375,336	146,511	4,632	0,881	4,9365	11,337	0,985	1,097
mag.	7,595	23,595	7,449	372,371	148,925	4,534	0,870	4,9477	11,370	0,975	1,087
giu.	7,765	23,695	7,449	370,602	153,149	4,461	0,859	4,9600	11,677	0,976	1,084
lug.	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106
ago.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091
set.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 set.	-1,4	1,1	0,1	0,4	-0,1	3,1	0,3	0,5	0,3	0,1	-2,1
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 set.	12,2	-0,8	0,3	-4,4	11,5	-3,0	-1,5	1,1	9,8	-0,4	7,9

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale 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 3° trim.	32.497,3	31.721,3	776,0	12.907,8	10.554,4	11.264,6	12.769,9	-7,0	7.196,3	8.397,1	1.135,7	16.518,1
4° trim.	31.113,6	30.686,5	427,1	12.289,8	10.057,5	11.089,5	12.826,2	17,9	6.602,1	7.802,8	1.114,3	15.563,0
2023 1° trim.	31.606,4	31.412,5	193,9	12.285,4	9.990,2	11.322,8	13.397,1	-9,7	6.874,4	8.025,2	1.133,6	15.891,6
2° trim.	31.778,3	31.512,8	265,5	12.191,5	9.855,5	11.702,8	13.712,2	-35,7	6.813,9	7.945,2	1.105,7	15.876,2
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2023 2° trim.	227,7	225,8	1,9	87,4	70,6	83,9	98,3	-0,3	48,8	56,9	7,9	113,8
<i>Transazioni</i>												
2022 3° trim.	-63,8	-38,9	-24,9	12,5	-24,2	-174,4	6,5	38,2	52,6	-21,2	7,3	-
4° trim.	-514,7	-579,8	65,1	-249,8	-282,3	90,8	88,8	0,2	-365,2	-386,3	9,3	-
2023 1° trim.	404,4	369,2	35,2	50,0	15,3	63,5	161,0	15,6	293,7	193,0	-18,4	-
2° trim.	29,3	-39,2	68,5	-98,1	-117,7	203,5	136,7	-5,1	-72,8	-58,2	1,9	-
2023 mar.	140,8	96,0	44,8	16,3	12,8	-8,1	94,2	5,7	125,4	-11,0	1,6	-
apr.	14,7	8,1	6,6	-36,5	-32,2	67,6	1,9	-1,5	-13,0	38,5	-1,9	-
mag.	-9,9	0,8	-10,8	-54,2	3,6	37,2	-11,5	7,4	-1,7	8,8	1,4	-
giu.	24,5	-48,1	72,6	-7,4	-89,1	98,7	146,3	-11,0	-58,2	-105,4	2,4	-
lug.	126,0	119,2	6,8	-10,3	19,1	40,4	27,5	-0,8	96,3	72,6	0,4	-
ago.	95,9	53,4	42,5	8,7	0,2	23,6	24,1	9,0	53,4	29,0	1,3	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 ago.	-127,7	-320,7	193,0	-367,5	-516,5	306,7	489,5	32,6	-97,3	-293,7	-2,1	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 ago.	-0,9	-2,3	1,4	-2,6	-3,7	2,2	3,5	0,2	-0,7	-2,1	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2020	1.363,7	8.906,6	10.270,3	1.026,7	2.449,4	3.476,1	13.746,4	101,8	627,0	4,4	733,1	14.479,5
2021	1.469,7	9.831,3	11.301,0	916,1	2.506,4	3.422,5	14.723,5	118,0	647,2	21,5	786,7	15.510,2
2022	1.538,5	9.768,4	11.306,9	1.377,8	2.581,5	3.959,3	15.266,2	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,9
2022 4° trim.	1.538,5	9.768,4	11.306,9	1.377,8	2.581,5	3.959,3	15.266,2	123,3	649,9	46,4	819,7	16.085,9
2023 1° trim.	1.544,1	9.427,4	10.971,5	1.644,5	2.566,0	4.210,5	15.182,0	103,2	681,3	93,4	877,9	16.059,8
2° trim.	1.534,7	9.176,0	10.710,7	1.871,3	2.534,4	4.405,7	15.116,4	113,2	697,3	86,8	897,3	16.013,7
3° trim. ^(p)	1.535,2	9.019,3	10.554,5	2.069,9	2.484,2	4.554,1	15.108,6	132,1	708,8	67,9	908,8	16.017,4
2023 apr.	1.536,8	9.352,5	10.889,3	1.702,9	2.554,2	4.257,1	15.146,4	101,5	677,0	86,2	864,8	16.011,1
mag.	1.537,1	9.259,9	10.797,0	1.766,3	2.544,7	4.311,0	15.108,0	111,9	686,4	96,7	895,0	16.003,0
giu.	1.534,7	9.176,0	10.710,7	1.871,3	2.534,4	4.405,7	15.116,4	113,2	697,3	86,8	897,3	16.013,7
lug.	1.534,1	9.087,7	10.621,8	1.915,7	2.527,0	4.442,7	15.064,5	122,3	692,0	79,3	893,6	15.958,0
ago.	1.533,9	9.020,1	10.554,0	1.976,8	2.501,1	4.477,8	15.031,9	121,0	696,2	87,0	904,2	15.936,1
set. ^(p)	1.535,2	9.019,3	10.554,5	2.069,9	2.484,2	4.554,1	15.108,6	132,1	708,8	67,9	908,8	16.017,4
Transazioni												
2020	139,2	1.265,5	1.404,7	-33,8	86,3	52,5	1.457,3	19,6	111,0	1,2	131,7	1.589,0
2021	107,4	915,6	1.023,0	-121,6	66,7	-54,9	968,1	12,1	20,9	14,4	47,3	1.015,4
2022	68,8	-46,8	22,0	427,4	57,3	484,7	506,6	3,7	3,1	77,3	84,1	590,7
2022 4° trim.	0,3	-362,1	-361,8	212,6	14,5	227,1	-134,7	4,8	52,0	-1,7	55,0	-79,7
2023 1° trim.	4,3	-380,5	-376,2	261,1	-10,5	250,6	-125,6	-20,6	31,2	48,7	59,3	-66,3
2° trim.	-9,4	-249,8	-259,1	222,0	-31,6	190,4	-68,7	10,1	15,9	-4,3	21,7	-47,0
3° trim. ^(p)	0,4	-166,1	-165,6	201,9	-50,2	151,7	-14,0	18,3	11,3	-19,9	9,7	-4,3
2023 apr.	-7,3	-70,3	-77,6	57,2	-11,8	45,5	-32,1	-1,5	-4,2	-5,7	-11,3	-43,4
mag.	0,3	-100,1	-99,8	59,6	-9,6	50,0	-49,8	9,8	9,3	8,9	28,0	-21,8
giu.	-2,4	-79,3	-81,7	105,2	-10,3	94,9	13,2	1,7	10,8	-7,5	5,0	18,2
lug.	-0,7	-85,3	-86,0	45,9	-7,3	38,6	-47,4	9,4	-5,4	-6,6	-2,6	-50,0
ago.	-0,2	-74,9	-75,1	65,3	-26,0	39,3	-35,7	-1,7	4,3	6,0	8,6	-27,1
set. ^(p)	1,3	-5,8	-4,5	90,7	-16,9	73,7	69,2	10,6	12,4	-19,4	3,7	72,9
Variazioni percentuali												
2020	11,4	16,4	15,7	-3,2	3,7	1,5	11,8	24,4	21,3	-	21,8	12,3
2021	7,9	10,3	10,0	-11,8	2,7	-1,6	7,0	12,0	3,3	371,3	6,5	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	517,7	11,3	3,8
2022 4° trim.	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,3	14,0	3,4	3,0	0,5	517,7	11,3	3,8
2023 1° trim.	1,5	-5,7	-4,7	68,8	1,4	20,1	1,1	-17,5	15,3	516,8	23,7	2,1
2° trim.	0,4	-9,3	-8,0	85,5	-0,2	24,0	-0,5	-2,6	14,5	328,2	22,6	0,5
3° trim. ^(p)	-0,3	-11,4	-9,9	76,6	-3,0	22,0	-2,2	10,6	18,5	49,4	19,1	-1,2
2023 apr.	1,0	-6,7	-5,7	73,3	0,9	21,0	0,5	-13,7	13,2	348,3	20,1	1,4
mag.	0,7	-8,2	-7,0	81,0	0,3	22,6	-0,1	-10,9	14,6	416,1	23,1	0,9
giu.	0,4	-9,3	-8,0	85,5	-0,2	24,0	-0,5	-2,6	14,5	328,2	22,6	0,5
lug.	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-0,8	23,9	-1,4	-1,5	16,5	226,4	21,1	-0,4
ago.	-0,3	-12,0	-10,4	86,3	-2,2	23,7	-2,4	-1,4	16,9	157,2	20,5	-1,3
set. ^(p)	-0,3	-11,4	-9,9	76,6	-3,0	22,0	-2,2	10,6	18,5	49,4	19,1	-1,2

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													
2020	2.966,0	2.514,2	308,2	140,2	3,3	7.665,3	4.967,4	437,0	2.260,1	0,9	1.120,6	235,3	497,3
2021	3.231,5	2.807,0	288,9	128,7	6,9	8.090,7	5.384,0	372,6	2.333,4	0,7	1.275,5	227,8	546,3
2022	3.362,5	2.725,2	495,9	135,5	5,9	8.392,7	5.541,1	442,9	2.407,8	0,9	1.300,8	235,0	560,0
2022 4° trim.	3.362,5	2.725,2	495,9	135,5	5,9	8.392,7	5.541,1	442,9	2.407,8	0,9	1.300,8	235,0	560,0
2023 1° trim.	3.342,6	2.600,5	600,8	132,9	8,4	8.387,4	5.423,7	568,4	2.394,3	0,9	1.202,8	231,7	576,6
2° trim.	3.338,1	2.507,7	686,3	132,5	11,7	8.377,9	5.305,8	705,1	2.366,1	0,9	1.182,0	231,8	565,2
3° trim. ^(p)	3.317,7	2.435,8	733,8	132,7	15,3	8.379,0	5.219,9	843,6	2.314,6	0,8	1.230,0	212,0	566,8
2023 apr.	3.336,5	2.571,7	622,8	131,9	10,1	8.373,4	5.378,9	608,5	2.385,1	0,9	1.213,7	227,0	560,5
mag.	3.305,7	2.529,4	632,5	132,3	11,6	8.375,7	5.341,6	657,6	2.375,6	0,9	1.218,7	226,9	555,8
giu.	3.338,1	2.507,7	686,3	132,5	11,7	8.377,9	5.305,8	705,1	2.366,1	0,9	1.182,0	231,8	565,2
lug.	3.305,4	2.463,1	699,6	132,0	10,7	8.375,8	5.260,9	756,5	2.357,6	0,8	1.191,7	215,4	564,4
ago.	3.291,7	2.431,9	716,3	132,8	10,7	8.375,2	5.239,3	803,1	2.332,0	0,8	1.175,7	217,4	558,8
set. ^(p)	3.317,7	2.435,8	733,8	132,7	15,3	8.379,0	5.219,9	843,6	2.314,6	0,8	1.230,0	212,0	566,8
Transazioni													
2020	510,9	465,4	55,3	-6,8	-3,0	612,8	561,8	-53,8	105,0	0,0	160,2	20,6	33,1
2021	251,7	276,8	-21,4	-6,9	3,3	424,5	412,7	-65,0	77,0	-0,2	159,4	-9,5	46,6
2022	120,2	-90,0	205,6	6,0	-1,4	298,7	169,0	74,1	55,5	0,1	0,4	7,6	14,7
2022 4° trim.	11,7	-100,4	113,0	1,6	-2,6	25,2	-61,7	74,3	12,7	-0,1	-168,1	-7,4	8,4
2023 1° trim.	-29,1	-135,4	104,7	-0,9	2,6	-34,5	-146,1	120,1	-8,6	0,1	-97,6	-2,1	12,7
2° trim.	-4,1	-91,3	84,3	-0,4	3,3	-9,4	-117,7	136,6	-28,3	-0,1	-21,9	0,2	-14,1
3° trim. ^(p)	-23,7	-73,9	46,4	0,3	3,5	-0,9	-91,3	141,8	-51,5	0,0	47,8	-20,7	1,5
2023 apr.	-4,2	-27,7	22,6	-0,9	1,8	-13,5	-44,5	40,4	-9,3	-0,1	14,3	-4,4	-18,6
mag.	-35,5	-45,0	7,9	0,3	1,2	0,8	-38,2	48,4	-9,5	0,1	-0,1	-0,5	-5,0
giu.	35,6	-18,6	53,7	0,2	0,3	3,2	-35,0	47,8	-9,5	-0,1	-36,1	5,1	9,4
lug.	-30,7	-43,3	13,8	-0,4	-0,9	-1,4	-44,5	51,6	-8,5	0,0	11,9	-16,3	-0,8
ago.	-15,4	-32,4	16,3	0,7	0,0	-2,1	-26,7	50,2	-25,6	0,0	-15,7	1,7	-5,7
set. ^(p)	22,4	1,8	16,3	0,0	4,4	2,6	-20,1	40,1	-17,4	0,0	51,6	-6,1	8,0
Variazioni percentuali													
2020	20,6	22,5	21,5	-4,5	-46,6	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	16,0	9,5	7,1
2021	8,5	11,0	-7,0	-4,9	99,4	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,3	14,2	-4,0	9,4
2022	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2022 4° trim.	3,7	-3,2	70,0	4,6	-17,2	3,7	3,1	20,0	2,4	20,0	0,3	3,4	2,7
2023 1° trim.	1,3	-9,4	106,0	3,2	-19,3	2,0	-1,3	56,8	1,5	-10,7	-8,7	0,6	3,5
2° trim.	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,5	97,2	-0,2	20,8	-14,2	1,0	-2,0
3° trim. ^(p)	-1,3	-14,1	90,4	0,4	82,2	-0,2	-7,4	127,1	-3,2	-14,6	-16,2	-12,3	1,5
2023 apr.	1,2	-10,1	108,1	2,7	7,8	1,7	-2,5	68,8	1,0	-7,0	-9,0	1,0	-1,4
mag.	0,2	-11,9	119,0	2,3	12,1	1,3	-3,6	83,3	0,4	18,9	-10,0	-1,2	-3,2
giu.	0,8	-12,6	125,1	2,2	10,3	1,1	-4,5	97,2	-0,2	20,8	-14,2	1,0	-2,0
lug.	-0,6	-14,1	118,2	2,1	13,5	0,7	-5,8	111,7	-0,9	6,3	-15,4	-9,5	-1,7
ago.	-2,3	-15,7	107,4	1,0	37,6	0,2	-6,7	124,0	-2,3	-1,0	-18,8	-7,5	-2,5
set. ^(p)	-1,3	-14,1	90,4	0,4	82,2	-0,2	-7,4	127,1	-3,2	-14,6	-16,2	-12,3	1,5

Fonte: BCE.

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

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

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

4) 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								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	
Consistenze												
2020	5.906,9	998,1	4.896,9	14.323,0	11.911,0	12.289,7	4.706,6	6.132,9	904,7	166,8	1.547,5	864,5
2021	6.542,7	996,6	5.544,3	14.802,7	12.332,1	12.716,3	4.861,3	6.373,6	937,6	159,7	1.582,4	888,1
2022	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,5	12.981,3	13.177,5	5.126,9	6.633,2	1.074,7	146,5	1.569,9	836,3
2022 4° trim.	6.374,0	1.007,3	5.341,6	15.387,5	12.981,3	13.177,5	5.126,9	6.633,2	1.074,7	146,5	1.569,9	836,3
2023 1° trim.	6.358,0	995,7	5.337,4	15.415,3	13.013,9	13.204,4	5.131,0	6.666,0	1.078,5	138,5	1.552,0	849,4
2° trim.	6.269,7	986,0	5.258,3	15.425,4	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.576,4	869,9
3° trim. ^(p)	6.211,5	991,4	5.195,0	15.445,0	12.994,7	13.218,3	5.118,5	6.636,0	1.101,7	138,5	1.576,8	873,4
2023 apr.	6.319,0	981,7	5.312,2	15.422,6	13.000,7	13.202,3	5.124,9	6.666,7	1.064,5	144,6	1.564,3	857,7
mag.	6.262,1	990,6	5.245,9	15.445,4	13.000,6	13.228,2	5.134,9	6.631,4	1.092,7	141,6	1.582,5	862,3
giu.	6.269,7	986,0	5.258,3	15.425,4	12.979,0	13.205,8	5.130,7	6.633,4	1.071,0	144,0	1.576,4	869,9
lug.	6.228,4	983,1	5.219,8	15.443,1	12.993,1	13.219,5	5.135,4	6.626,3	1.095,9	135,5	1.572,2	877,8
ago.	6.253,5	987,7	5.240,8	15.417,3	12.967,5	13.188,1	5.118,4	6.632,5	1.085,8	130,8	1.572,3	877,5
set. ^(p)	6.211,5	991,4	5.195,0	15.445,0	12.994,7	13.218,3	5.118,5	6.636,0	1.101,7	138,5	1.576,8	873,4
Transazioni												
2020	1.040,0	13,5	1.026,4	733,6	534,7	555,5	287,6	209,3	20,7	17,1	170,7	28,2
2021	665,6	-0,4	675,6	561,9	473,9	507,3	175,9	261,8	46,4	-10,2	78,9	9,2
2022	177,1	9,9	166,4	634,6	623,2	680,1	268,5	242,3	125,4	-13,0	17,8	-6,4
2022 4° trim.	44,3	4,1	39,7	3,6	-31,7	11,5	-17,3	27,3	-27,5	-14,2	22,6	12,7
2023 1° trim.	-80,5	-19,8	-60,6	-6,1	6,8	3,3	-2,9	14,1	3,4	-7,8	-20,9	8,0
2° trim.	-85,4	-9,6	-76,2	10,7	-29,6	4,3	4,1	-29,9	-9,2	5,5	23,9	16,4
3° trim. ^(p)	-13,1	4,7	-17,4	26,6	21,7	19,7	-4,7	5,0	26,9	-5,5	1,1	3,8
2023 apr.	-34,4	-14,0	-20,5	7,8	-9,5	2,4	-2,7	1,9	-14,8	6,2	12,2	5,1
mag.	-63,3	8,9	-72,7	18,3	-5,3	18,9	7,7	-35,4	25,4	-3,1	17,0	6,7
giu.	12,3	-4,5	17,1	-15,5	-14,8	-17,1	-0,9	3,6	-19,9	2,4	-5,3	4,6
lug.	-40,4	-3,0	-37,6	20,8	18,5	17,2	7,2	-6,2	26,0	-8,5	-4,5	6,8
ago.	22,6	4,0	19,1	-25,4	-24,7	-30,1	-15,6	6,3	-10,6	-4,8	0,0	-0,7
set. ^(p)	4,7	3,7	1,1	31,1	27,9	32,6	3,7	4,9	11,5	7,7	5,5	-2,3
Variazioni percentuali												
2020	22,1	1,4	27,8	5,3	4,7	4,7	6,4	3,5	2,3	10,2	11,4	3,4
2021	11,3	0,0	13,8	3,9	4,0	4,1	3,7	4,3	5,1	-4,6	5,2	1,1
2022	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 4° trim.	2,8	1,0	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 1° trim.	-0,1	-1,4	0,2	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	4,9	-9,8	-1,4	1,9
2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
3° trim. ^(p)	-2,1	-2,0	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,3	-0,6	-13,8	1,7	4,9
2023 apr.	-0,8	-2,9	-0,5	2,5	2,9	3,3	3,8	2,6	2,7	-9,5	-1,3	3,0
mag.	-2,2	-1,7	-2,3	2,2	2,1	2,8	3,2	1,5	3,3	-13,0	2,3	2,5
giu.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,4	1,1	0,5	-12,1	1,0	4,4
lug.	-2,9	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,6	1,7	0,7	3,2	-15,1	1,1	5,4
ago.	-2,1	-2,0	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,5	0,6	-14,1	1,6	5,2
set. ^(p)	-2,1	-2,0	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,3	-0,6	-13,8	1,7	4,9

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⁾			
Consistenze										
2020	4.706,6	4.828,7	893,8	1.009,1	2.803,6	6.132,9	6.402,6	700,7	4.725,1	707,1
2021	4.861,3	4.993,1	885,3	1.005,5	2.970,5	6.373,6	6.638,4	698,5	4.971,1	703,9
2022	5.126,9	5.135,6	963,3	1.079,3	3.084,3	6.633,2	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2022 4° trim.	5.126,9	5.135,6	963,3	1.079,3	3.084,3	6.633,2	6.832,7	717,6	5.215,0	700,7
2023 1° trim.	5.131,0	5.144,8	939,9	1.093,0	3.098,1	6.666,0	6.871,4	723,6	5.236,1	706,3
2° trim.	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
3° trim. ^(p)	5.118,5	5.134,9	909,1	1.087,4	3.122,0	6.636,0	6.865,8	732,9	5.211,2	691,8
2023 apr.	5.124,9	5.142,4	929,8	1.094,3	3.100,7	6.666,7	6.871,9	725,1	5.237,6	704,0
mag.	5.134,9	5.145,6	924,5	1.096,0	3.114,4	6.631,4	6.870,1	726,0	5.204,3	701,2
giu.	5.130,7	5.144,1	924,7	1.086,5	3.119,5	6.633,4	6.866,2	725,5	5.207,7	700,2
lug.	5.135,4	5.147,1	922,7	1.087,9	3.124,8	6.626,3	6.857,9	727,1	5.203,7	695,4
ago.	5.118,4	5.125,6	903,4	1.084,3	3.130,7	6.632,5	6.863,2	729,8	5.209,5	693,2
set. ^(p)	5.118,5	5.134,9	909,1	1.087,4	3.122,0	6.636,0	6.865,8	732,9	5.211,2	691,8
Transazioni										
2020	287,6	324,9	-53,5	138,5	202,6	209,3	193,7	-11,6	210,8	10,2
2021	175,9	208,0	-1,4	2,4	174,9	261,8	267,2	10,7	255,0	-3,9
2022	268,5	308,3	78,4	77,6	112,5	242,3	249,8	22,7	218,5	1,1
2022 4° trim.	-17,3	7,6	-38,1	18,2	2,7	27,3	36,0	5,2	21,9	0,2
2023 1° trim.	-2,9	3,3	-21,1	10,9	7,2	14,1	21,5	4,2	14,7	-4,9
2° trim.	4,1	1,8	-13,7	-4,7	22,4	-29,9	-3,4	3,4	-27,9	-5,4
3° trim. ^(p)	-4,7	-1,2	-14,9	0,7	9,5	5,0	2,6	9,3	3,8	-8,1
2023 apr.	-2,7	0,6	-8,9	3,0	3,2	1,9	2,5	2,0	1,7	-1,9
mag.	7,7	0,5	-6,6	1,2	13,1	-35,4	-3,5	1,3	-33,8	-2,9
giu.	-0,9	0,7	1,8	-8,9	6,1	3,6	-2,3	0,1	4,1	-0,7
lug.	7,2	4,8	-0,7	1,6	6,2	-6,2	-7,2	2,5	-3,9	-4,8
ago.	-15,6	-19,9	-20,4	-3,4	8,1	6,3	5,3	3,0	5,6	-2,3
set. ^(p)	3,7	14,0	6,2	2,4	-4,9	4,9	4,5	3,9	2,0	-1,0
Variazioni percentuali										
2020	6,4	7,1	-5,6	15,9	7,7	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,7	4,3	-0,1	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2022 4° trim.	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,2
2023 1° trim.	4,5	5,2	4,0	9,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,7
2° trim.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
3° trim. ^(p)	-0,4	0,2	-8,8	2,4	1,4	0,3	0,8	3,1	0,2	-2,6
2023 apr.	3,8	4,7	1,6	8,6	2,9	2,6	2,5	3,1	3,0	-1,0
mag.	3,2	4,0	-0,7	8,2	2,7	1,5	2,0	2,8	1,8	-1,5
giu.	2,4	3,0	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
lug.	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,5	0,8	-2,1
ago.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,5	1,0	3,0	0,5	-2,5
set. ^(p)	-0,4	0,2	-8,8	2,4	1,4	0,3	0,8	3,1	0,2	-2,6

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) Include 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										
2020	723,2	6.955,9	1.913,6	42,2	1.990,8	3.009,2	1.441,4	487,3	136,7	141,1
2021	762,6	6.886,1	1.837,3	37,1	1.997,2	3.014,4	1.377,7	435,9	128,5	136,8
2022	683,4	6.736,6	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,6	1.333,6	410,9	137,8	147,6
2022 4° trim.	683,4	6.736,6	1.780,8	31,0	2.119,3	2.805,6	1.333,6	410,9	137,8	147,6
2023 1° trim.	580,0	6.899,6	1.792,7	39,2	2.171,2	2.896,5	1.434,9	331,2	152,1	165,8
2° trim.	477,6	6.969,7	1.807,5	44,3	2.232,3	2.885,5	1.472,4	293,6	168,6	172,6
3° trim. ^(p)	452,6	7.123,8	1.826,2	53,2	2.368,1	2.876,3	1.632,3	305,0	153,5	163,3
2023 apr.	586,5	6.911,4	1.807,4	40,0	2.168,6	2.895,4	1.448,2	319,2	153,3	161,9
mag.	483,7	6.983,4	1.806,0	41,8	2.213,1	2.922,5	1.472,5	290,0	174,0	184,1
giu.	477,6	6.969,7	1.807,5	44,3	2.232,3	2.885,5	1.472,4	293,6	168,6	172,6
lug.	457,5	7.081,6	1.807,0	46,7	2.319,9	2.907,9	1.552,7	272,9	153,8	156,4
ago.	426,6	7.121,1	1.806,5	50,2	2.339,8	2.924,5	1.570,5	242,4	165,9	161,8
set. ^(p)	452,6	7.123,8	1.826,2	53,2	2.368,1	2.876,3	1.632,3	305,0	153,5	163,3
Transazioni										
2020	299,6	-35,8	-15,1	-8,0	-101,1	88,3	-66,4	145,6	-43,6	-47,5
2021	40,0	-37,2	-75,1	-5,0	-39,7	82,5	-110,7	-98,7	-8,3	-4,3
2022	-76,0	29,3	-89,8	-5,2	15,4	108,8	-71,2	-196,5	10,5	17,9
2022 4° trim.	40,8	59,9	-15,2	0,3	56,5	18,3	52,2	-79,2	-10,2	1,0
2023 1° trim.	-110,1	85,3	8,3	3,6	63,7	9,7	72,2	-76,6	15,0	18,9
2° trim.	-102,1	94,1	13,9	5,1	61,6	13,5	91,5	-71,9	16,5	6,7
3° trim. ^(p)	-25,1	92,4	17,7	8,9	43,6	22,2	117,1	-67,6	-13,2	-6,0
2023 apr.	6,5	21,8	15,4	0,8	4,0	1,6	29,2	-17,8	1,2	-3,9
mag.	-102,7	42,5	-4,1	1,8	31,4	13,4	5,7	-42,6	20,7	22,2
giu.	-5,9	29,7	2,6	2,5	26,1	-1,5	56,6	-11,4	-5,4	-11,5
lug.	-20,2	30,0	0,2	2,4	15,3	12,1	39,5	-60,1	-14,8	-16,2
ago.	-30,9	24,6	-0,5	3,4	14,5	7,2	13,4	-44,0	12,1	5,4
set. ^(p)	25,9	37,8	18,0	3,0	13,9	2,9	64,2	36,5	-10,6	4,8
Variazioni percentuali										
2020	84,6	-0,5	-0,8	-15,8	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	5,5	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-10,0	0,4	-4,8	-14,3	0,6	3,8	-	-	7,9	12,7
2022 4° trim.	-10,0	0,4	-4,8	-14,3	0,6	3,8	-	-	7,9	12,7
2023 1° trim.	-22,6	2,2	-3,3	-1,3	4,9	3,7	-	-	-4,2	1,3
2° trim.	-37,7	3,4	-2,2	26,9	8,7	2,8	-	-	1,7	10,2
3° trim. ^(p)	-30,4	4,9	1,4	52,3	10,9	2,2	-	-	5,5	14,1
2023 apr.	-23,9	2,3	-2,3	1,7	5,0	3,0	-	-	-16,0	-5,3
mag.	-35,0	3,1	-2,5	17,9	7,5	3,3	-	-	-4,2	8,2
giu.	-37,7	3,4	-2,2	26,9	8,7	2,8	-	-	1,7	10,2
lug.	-39,0	3,8	-1,5	35,7	9,7	2,5	-	-	-10,9	-1,6
ago.	-35,1	4,4	-0,4	42,1	10,2	2,8	-	-	5,9	11,5
set. ^(p)	-30,4	4,9	1,4	52,3	10,9	2,2	-	-	5,5	14,1

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 3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,6
4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 1° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,0
2° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,1

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 3° trim.	47,1	46,4	13,6	13,1	14,9	0,7	50,3	45,4	9,9	5,9	1,6	22,9	4,9
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.	46,7	45,9	13,5	12,8	14,8	0,8	50,3	45,3	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
2° trim.	46,5	45,7	13,4	12,7	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1

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	16,5	28,7	45,7	90,0	0,9
2022 3° trim.	92,2	2,9	13,5	75,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 3° trim.	-4,5	1,6	-0,2	0,1	-0,4	0,3	0,0	0,2	0,4	-0,6	-6,0	2,6
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.	-3,1	2,1	-0,8	-1,0	-1,4	0,2	0,2	0,1	0,7	-0,5	-4,5	2,3

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

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

2) 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		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Scadenze fino a 1 anno	Emissioni	Rimborsi			
	1													2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,0	12,8	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 2° trim.	13,5	12,3	4,4	1,3	0,3	8,0	1,6	1,1	-0,2	1,9	1,8	0,1	0,4
3° trim.	13,0	11,8	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
4° trim.	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 1° trim.	13,6	12,3	4,3	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2023 apr.	13,4	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,8	1,3	1,1	1,9	2,0	2,4	0,9
mag.	13,4	12,1	3,4	1,3	0,3	8,2	1,8	1,3	1,2	1,9	2,0	2,6	1,0
giu.	13,7	12,4	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,4	1,9	2,0	2,8	1,1
lug.	13,7	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2
ago.	13,6	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,6	2,0	1,9	3,2	1,4
set.	13,9	12,5	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,9	3,3	1,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	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 3° trim.	-3,5	-1,8	-0,3	1,6	-3,1	-4,1	-4,3	0,4	-7,7	2,4
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.	-4,0	-3,1	-1,3	2,1	-2,5	-4,3	-4,5	-0,2	-8,1	3,1
2° trim.	-4,1	-3,4	-1,7	2,2	-2,4	-4,4	-4,7	-0,4	-8,0	3,4
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 3° trim.	105,6	66,8	15,9	48,5	175,9	114,0	113,5	69,8	143,1	89,7
4° trim.	104,3	66,1	18,5	44,4	171,4	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 1° trim.	106,4	65,7	17,2	43,6	168,6	111,2	112,4	69,1	140,9	83,1
2° trim.	106,0	64,6	18,5	43,1	166,5	111,2	111,9	66,5	142,4	85,3
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 3° trim.	-4,3	0,8	0,6	-5,4	-0,3	-3,0	1,0	-3,0	-2,7	-0,8
4° trim.	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2023 1° trim.	-4,3	-1,2	-0,6	-4,9	-0,1	-3,5	0,1	-3,2	-2,6	-0,9
2° trim.	-3,0	-1,3	-0,8	-4,3	-0,2	-4,1	0,0	-3,1	-3,4	-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 3° trim.	40,1	37,0	24,7	51,9	48,2	81,3	118,4	74,4	57,5	71,8
4° trim.	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 1° trim.	43,0	38,1	28,4	52,4	48,3	80,3	112,4	72,0	58,0	73,3
2° trim.	39,5	38,1	28,2	50,7	46,9	78,6	110,1	70,5	59,6	74,6

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2023

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 25 ottobre 2023.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-23-007-IT-N (online)