



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2023



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	2
Quadro generale	2
1 Contesto esterno	8
2 Attività economica	15
3 Prezzi e costi	23
4 Andamenti del mercato finanziario	30
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6 Andamenti della finanza pubblica	45
Riquadri	49
1 Le condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense e le reazioni dei mercati internazionali alla politica monetaria degli Stati Uniti	49
2 Rischio geopolitico e prezzi del petrolio	55
3 Il prodotto potenziale nei periodi caratterizzati da shock temporanei dal lato dell'offerta	60
4 La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi	66
5 Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie	72
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 2 agosto al 31 ottobre 2023	80
7 Il reddito netto da interessi di famiglie e imprese	87
8 Dinamica monetaria durante il ciclo restrittivo	93
Articolo	101
1 Il regolamento in moneta di banca centrale di operazioni all'ingrosso a fronte dell'innovazione tecnologica	101
Statistiche	116

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 14 dicembre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione, pur essendo diminuita negli ultimi mesi, tornerà probabilmente a registrare un temporaneo incremento nel breve periodo¹. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione si ridurrebbe gradualmente nel corso del 2024, per poi avvicinarsi nel 2025 all'obiettivo del 2 per cento perseguito dal Consiglio direttivo. Nell'insieme gli esperti dell'Eurosistema si attendono che l'inflazione complessiva si collochi, in media, al 5,4 per cento nel 2023, al 2,7 nel 2024, al 2,1 nel 2025 e all'1,9 nel 2026. Rispetto all'esercizio condotto a settembre scorso dagli esperti della BCE, pertanto, le proiezioni per l'area dell'euro sono state riviste al ribasso per il 2023 e soprattutto per il 2024.

L'inflazione di fondo ha segnato un'ulteriore flessione. Le pressioni interne sui prezzi, tuttavia, rimangono elevate, principalmente per effetto della forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Gli esperti dell'Eurosistema si attendono che l'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare sia pari, in media, al 5,0 per cento nel 2023, al 2,7 nel 2024, al 2,3 nel 2025 e al 2,1 nel 2026.

I passati incrementi dei tassi di interesse continuano a trasmettersi con vigore all'economia. Le condizioni di finanziamento più restrittive frenano la domanda, contribuendo a ridurre l'inflazione. Secondo gli esperti dell'Eurosistema la crescita economica resterebbe contenuta nel breve periodo. Oltre questo orizzonte, l'economia registrerebbe una ripresa per effetto dell'incremento dei redditi reali, allorché le famiglie beneficerebbero del calo dell'inflazione e dell'aumento delle retribuzioni, e in conseguenza del miglioramento della domanda estera. Gli esperti dell'Eurosistema, pertanto, segnalano un aumento della crescita da un valore medio dello 0,6 per cento nel 2023 allo 0,8 nel 2024 e all'1,5 sia nel 2025 sia nel 2026.

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, se 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.

¹ I dati contenuti in questo numero del Bollettino economico sono aggiornati al 13 dicembre 2023.

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.

I tassi di interesse di riferimento della BCE rappresentano lo strumento principale per definire l'orientamento di politica monetaria. Nella riunione del 14 dicembre 2023, il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di avanzare nel processo di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema. Esso intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) nel primo semestre del 2024. Nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio del PEPP, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese e terminare i reinvestimenti nell'ambito di tale programma alla fine del 2024.

Attività economica

Nel terzo trimestre del 2023 l'economia dell'area dell'euro ha registrato una lieve contrazione, principalmente per effetto di un calo delle scorte. Le condizioni di finanziamento più restrittive e la modesta domanda estera continueranno probabilmente a gravare sull'attività economica nel breve termine. Si delineano prospettive particolarmente deboli per i settori manifatturiero e delle costruzioni, i due comparti colpiti in misura maggiore dai più elevati tassi di interesse. Anche nel settore dei servizi l'attività dovrebbe rallentare nei prossimi mesi, per il propagarsi degli effetti della più debole attività industriale, l'esaurirsi delle conseguenze della riapertura delle attività economiche e il diffondersi dell'impatto delle condizioni di finanziamento più restrittive.

Il mercato del lavoro continua a sostenere l'economia. Il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,5 per cento a ottobre e l'occupazione è cresciuta dello 0,2 per cento nel terzo trimestre. Nel contempo, l'indebolimento dell'economia frena la domanda di manodopera, con un calo degli annunci di offerte di lavoro da parte delle imprese negli ultimi mesi. Nonostante il maggior numero di occupati, inoltre, il totale delle ore lavorate è sceso dello 0,1 per cento nel terzo trimestre.

Secondo le proiezioni formulate lo scorso dicembre, gli indicatori di breve periodo disponibili suggeriscono il protrarsi della debolezza dell'attività economica nel quarto trimestre del 2023. L'espansione economica dovrebbe tuttavia rafforzarsi a partire dagli inizi del 2024, con l'aumentare del reddito disponibile reale, sostenuto dall'inflazione in calo, dalla robusta crescita dei salari e dalla tenuta dell'occupazione, e con l'allinearsi della dinamica delle esportazioni ai miglioramenti della domanda estera. L'impatto dell'orientamento restrittivo della politica monetaria della BCE e le condizioni sfavorevoli dell'offerta di credito continuano a trasmettersi all'economia, incidendo sulle prospettive per la crescita a breve termine. Tali effetti frenanti dovrebbero esaurirsi nel prosieguo dell'orizzonte temporale di proiezione e ciò sosterebbe la crescita. Complessivamente il tasso di incremento medio annuo

del PIL in termini reali scenderebbe dal 3,4 per cento del 2022 allo 0,6 nel 2023, per poi risalire allo 0,8 nel 2024 e stabilizzarsi all'1,5 nel 2025 e nel 2026. Nel confronto con le proiezioni dello scorso settembre, le prospettive per il tasso di crescita del PIL sono state riviste lievemente al ribasso per il periodo 2023-2024, sulla scorta dei dati pubblicati di recente e dei segnali di debolezza ricavati dalle indagini congiunturali, mentre restano invariate per il 2025.

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 l'obiettivo 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, è importante raggiungere in tempi rapidi un accordo sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE. È inoltre indispensabile accelerare i progressi verso la realizzazione dell'unione dei mercati dei capitali e il completamento dell'unione bancaria.

Inflazione

Nel corso di ottobre e novembre 2023 l'inflazione si è ridotta, scendendo a novembre al 2,4 per cento sul periodo corrispondente secondo la stima preliminare dell'Eurostat. La flessione è stata generalizzata. L'inflazione della componente energetica è ulteriormente diminuita e si è ridotta anche quella dei beni alimentari, pur rimanendo nel complesso relativamente elevata. È probabile che il dato relativo all'inflazione di dicembre 2023 risulti più alto per l'effetto base al rialzo connesso al costo dell'energia. Per il 2024 gli esperti dell'Eurosistema si attendono che l'inflazione scenda più lentamente per via di ulteriori effetti base al rialzo e del graduale ritiro delle misure di bilancio adottate per limitare le ripercussioni dello shock ai prezzi dei beni energetici.

L'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare è diminuita di quasi un intero punto percentuale tra ottobre e novembre 2023, collocandosi al 3,6 per cento a novembre. Ciò riflette il miglioramento delle condizioni dell'offerta, il riassorbimento degli effetti del passato shock energetico e l'impatto della politica monetaria più restrittiva sulla domanda e sul potere delle imprese di determinare i prezzi. I tassi di inflazione relativi ai beni e ai servizi sono scesi, rispettivamente, al 2,9 e al 4,0 per cento.

A ottobre tutte le misure dell'inflazione di fondo hanno segnato una flessione, sebbene le pressioni interne sui prezzi siano rimaste elevate, principalmente a causa della forte crescita salariale associata alla minore produttività. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano prevalentemente intorno al

2 per cento, con un calo da livelli elevati segnato da alcuni indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati.

Secondo le proiezioni di dicembre 2023, malgrado l'atteso aumento temporaneo dell'inflazione, il processo di disinflazione relativo alla componente di fondo dovrebbe proseguire. Nonostante un qualche allentamento, le condizioni nel mercato del lavoro rimarrebbero tese e questo, assieme agli effetti di compensazione per l'elevata inflazione passata, dovrebbe mantenere alta la crescita dei salari nominali. Nell'orizzonte temporale di proiezione, tuttavia, ci si attende una moderazione della dinamica retributiva, dato il graduale esaurirsi degli effetti al rialzo esercitati dalla compensazione per l'inflazione. Nel 2022 gli utili sono considerevolmente aumentati, ma dovrebbero indebolirsi nell'orizzonte di riferimento e attenuare la trasmissione del costo del lavoro. Nell'insieme, in un contesto in cui si ritiene che le aspettative di inflazione a medio termine rimangano ancorate all'obiettivo della BCE del 2 per cento, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC scenderebbe dal 5,4 per cento nel 2023 a una media del 2,7 nel 2024, del 2,1 nel 2025 e dell'1,9 nel 2026. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, l'inflazione misurata sullo IAPC è stata corretta al ribasso per il 2023 e il 2024, principalmente a causa dei recenti dati inferiori alle attese e di ipotesi di minori prezzi delle materie prime energetiche, mentre rimane invariata per il 2025.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati al ribasso. L'espansione economica potrebbe risultare inferiore se gli effetti della politica monetaria si rivelassero più forti delle attese. Un indebolimento dell'economia mondiale o un ulteriore rallentamento del commercio internazionale graverebbero inoltre sulla crescita dell'area dell'euro. La guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente sono significative fonti di rischio geopolitico. Ciò potrebbe indurre, nelle imprese e nelle famiglie, una perdita di fiducia riguardo al futuro. L'espansione economica potrebbe rivelarsi più elevata se, grazie all'incremento dei redditi reali, la spesa aumentasse in misura superiore al previsto, oppure se l'economia mondiale crescesse più di quanto atteso.

Tra i rischi al rialzo per l'inflazione figurano le accresciute tensioni geopolitiche, che potrebbero determinare un aumento dei prezzi dell'energia nel breve periodo, ed eventi meteorologici estremi, che potrebbero sospingere al rialzo i prezzi dei beni alimentari. Inoltre l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati del previsto se le aspettative dovessero portarsi al di sopra dell'obiettivo del Consiglio direttivo oppure se retribuzioni o margini di profitto aumentassero più di quanto atteso. Al contrario, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda in misura maggiore rispetto al previsto o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo, per l'eventuale effetto, tra l'altro, del recente aumento dei rischi geopolitici.

Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato hanno registrato un netto calo dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 26 ottobre 2023 e si collocano su livelli inferiori a quelli incorporati nelle proiezioni degli esperti. L'orientamento restrittivo della politica monetaria del Consiglio direttivo continua a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento generali. I tassi di interesse sul credito hanno registrato un nuovo aumento a ottobre, collocandosi al 5,3 per cento per i prestiti alle imprese e al 3,9 per i mutui ipotecari.

L'incremento dei tassi debitori, la modesta domanda di prestiti e i più rigidi criteri di offerta hanno indebolito ulteriormente la dinamica creditizia. A ottobre i prestiti alle imprese sono diminuiti dello 0,3 per cento sui dodici mesi e anche quelli alle famiglie sono rimasti contenuti, crescendo dello 0,6 per cento sul periodo corrispondente. A seguito del più debole andamento dei prestiti e della contrazione del bilancio dell'Eurosistema, l'aggregato monetario ampio (misurato da M3) ha continuato a rallentare, registrando a ottobre una flessione, pari all'1,0 per cento sui dodici mesi.

In linea con la sua strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Le banche dell'area dell'euro hanno dimostrato una buona capacità di tenuta. Detengono coefficienti patrimoniali elevati e hanno significativamente accresciuto la propria redditività nell'ultimo anno. Tuttavia le prospettive per la stabilità finanziaria restano fragili nell'attuale contesto, caratterizzato da condizioni di finanziamento più restrittive, crescita debole e tensioni geopolitiche. In particolare, la situazione potrebbe peggiorare se i costi di provvista delle banche dovessero aumentare più delle attese e se un numero maggiore di debitori dovesse incontrare difficoltà nel rimborso dei prestiti. Al tempo stesso, l'impatto complessivo di tale scenario sull'economia dovrebbe essere contenuto se i mercati finanziari reagissero in maniera ordinata. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie e le misure in essere contribuiscono a preservare la capacità di tenuta del sistema finanziario.

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

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

Il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP nel primo semestre del 2024. Nella seconda metà dell'anno intende ridurre il portafoglio del PEPP, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese e terminare i reinvestimenti nell'ambito di tale programma alla fine del 2024.

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

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

Conclusioni

Nella riunione del 14 dicembre 2023 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Sulla base della valutazione corrente, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi si collochino su livelli che, se 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.

Il Consiglio direttivo intende ridurre il portafoglio del PEPP nel corso del secondo semestre del 2024 e terminare i reinvestimenti nel quadro di tale programma alla fine del medesimo anno.

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.

1 Contesto esterno

Secondo le stime, nel 2023 l'economia internazionale è cresciuta a un ritmo moderato, ma costante, grazie al vigore dei consumi privati e alla tenuta dei mercati del lavoro. Nel 2024 la crescita mondiale, secondo le proiezioni, dovrebbe subire una lieve flessione, principalmente a causa dell'impatto dell'inasprimento della politica monetaria nelle economie avanzate. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche formulate lo scorso settembre dagli esperti della BCE, le prospettive della crescita mondiale contenute nell'esercizio condotto a dicembre dagli esperti dell'Eurosistema sono rimaste sostanzialmente invariate, con previsioni di crescita dell'economia internazionale a un ritmo che si conferma inferiore alla media storica per l'orizzonte temporale di proiezione. Dopo i risultati deboli registrati nel 2023, la crescita dell'interscambio internazionale dovrebbe accelerare di nuovo nel resto del periodo considerato e aumentare sostanzialmente in linea con l'attività mondiale. Rispetto alle proiezioni di settembre, sia la crescita delle importazioni mondiali sia quella della domanda estera dell'area dell'euro sono state riviste al rialzo per il 2023, in larga misura per effetto dei risultati superiori alle stime registrati nel secondo e nel terzo trimestre. Tuttavia, la crescita della domanda estera nel resto dell'orizzonte temporale in esame è stata rivista al ribasso rispetto alle proiezioni di settembre. Si stima che i prezzi delle esportazioni (in valuta nazionale) dei paesi concorrenti dell'area dell'euro siano nettamente diminuiti nel secondo trimestre del 2023, nel contesto della perdurante diminuzione dei corsi delle materie prime e dell'attenuazione delle spinte inflazionistiche a livello sia interno sia estero. Nell'orizzonte temporale di proiezione i prezzi dell'esportazione dovrebbero gradualmente recuperare e convergere verso il tasso di crescita medio di lungo periodo.

Nel 2023 l'economia internazionale è cresciuta a un ritmo moderato, ma costante, in un contesto caratterizzato dal vigore dei consumi privati e dalla tenuta dei mercati del lavoro. L'attività economica mondiale è stata sorretta dalle economie emergenti, compresa la Cina, e tra le economie avanzate, dagli Stati Uniti². Una domanda interna solida e un mercato del lavoro vivace hanno determinato un'espansione robusta negli Stati Uniti, nonostante il considerevole inasprimento della politica monetaria. In Cina, la revoca delle misure di contenimento connesse al coronavirus (COVID-19) agli inizi dell'anno e una più ampia ripresa dei consumi privati hanno compensato la debolezza nel settore dell'edilizia residenziale. Nelle grandi economie i dati più recenti forniscono segnali contrastanti. Nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali si è rafforzata sia in Cina sia negli Stati Uniti, mentre è rimasta invariata nel Regno Unito e ha subito una contrazione in Giappone, per effetto dell'elevata inflazione che grava sull'attività economica e sui consumi in entrambi i paesi. Il PIL mondiale in termini reali dovrebbe subire un

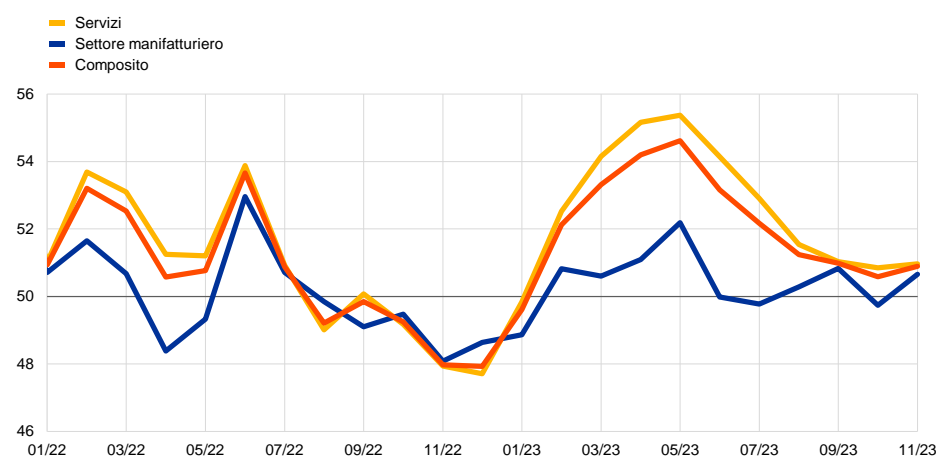
² Poiché la presente sezione verte sugli andamenti del contesto mondiale, tutti i riferimenti agli indicatori economici mondiali e/o aggregati a livello internazionale non includono l'area dell'euro.

leggero rallentamento nel quarto trimestre, con il venir meno delle precedenti circostanze favorevoli. Ciò è in linea con il più recente indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI). Dopo essere diminuito per sei mesi consecutivi, il PMI composito si è sostanzialmente stabilizzato a novembre e si mantiene in territorio espansivo. Nei vari settori i dati del PMI indicano che l'attività manifatturiera rimane contenuta, con l'indice in bilico attorno alla soglia neutra. Allo stesso tempo, la dinamica espansiva successiva al COVID-19 sembra attenuarsi per quanto riguarda i servizi, il cui indice PMI è costantemente diminuito durante la seconda metà dell'anno, prima di stabilizzarsi leggermente al di sopra della soglia neutra a novembre (cfr. il grafico 1).

Grafico 1

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

(indici di diffusione)



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

Nell'orizzonte temporale di proiezione, l'economia internazionale dovrebbe crescere a un ritmo inferiore alla media storica. Secondo le proiezioni, nel 2024 la crescita mondiale dovrebbe subire una lieve flessione (3,1 per cento rispetto al 3,3 registrato nel 2023), principalmente a causa dell'impatto ritardato dell'inasprimento della politica monetaria nelle economie avanzate, nelle quali sono state al contempo riviste le prospettive di crescita. Negli Stati Uniti la crescita del PIL in termini reali è stata corretta al rialzo, con la recente capacità di tenuta dell'economia che suggerisce un atterraggio più morbido e un processo di disinflazione più ordinato. Nel Regno Unito l'economia dovrebbe evitare una recessione, ma la crescita è stata rivista al ribasso nel 2024 e nel 2025, per riflettere dati più deboli e l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria in un contesto di elevata inflazione. Le prospettive di crescita per i paesi emergenti dell'Asia e per la Cina rimangono sostanzialmente invariate. In Cina, secondo le proiezioni, la crescita economica dovrebbe diminuire gradualmente nel corso del periodo considerato, a causa di fattori strutturali, quali l'invecchiamento della popolazione. L'economia internazionale dovrebbe continuare a crescere a un ritmo del 3,2 per cento sia nel 2025 sia nel 2026, rimanendo al di sotto della media storica del 3,6 per cento registrata nel periodo compreso tra il 2012 e il 2019. Rispetto alle proiezioni di settembre,

la crescita del PIL mondiale in termini reali è stata rivista al rialzo di 0,1 punti percentuali sia per il 2023 sia per il 2024.

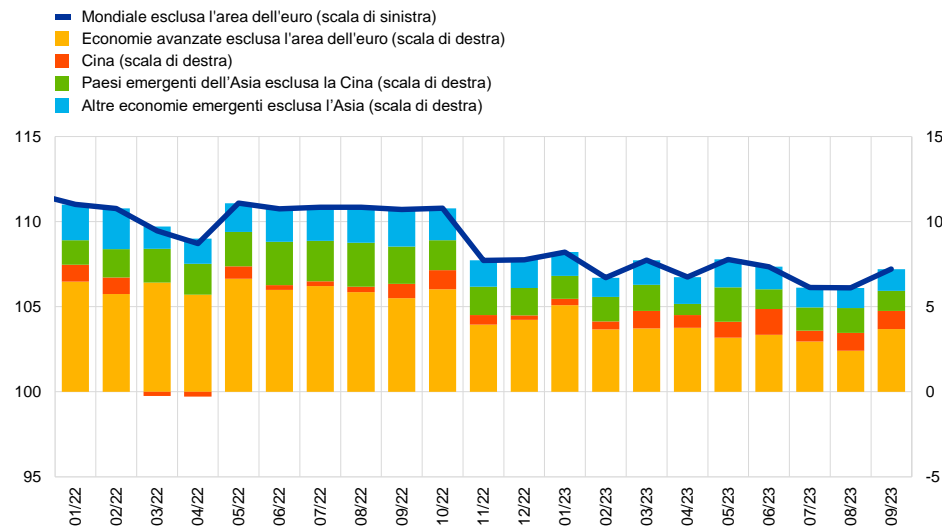
Col ritorno alla normalità degli andamenti dei consumi dopo il periodo pandemico, la crescita dell'interscambio mondiale dovrebbe mantenere ritmi modesti nel 2023, per poi registrare una ripresa. La crescita annua

dell'interscambio nel 2023 è stimata all'1,1 per cento, per effetto di un trascinamento negativo, ma aveva già iniziato a mostrare segni di miglioramento a partire dal secondo trimestre del 2023. I deboli risultati dell'interscambio in termini annuali sono da ricondurre alla composizione della crescita mondiale, meno favorevole agli scambi per effetto della maggiore quota dei consumi nella domanda interna, e al più ampio contributo delle economie emergenti, contraddistinte da una minore elasticità del commercio. La crescita dell'interscambio di quest'anno è stata inoltre frenata dalla ripresa dei consumi di servizi, a seguito della revoca di tutte le misure di contenimento connesse al COVID-19. Nell'orizzonte temporale di proiezione l'interscambio internazionale dovrebbe recuperare gradualmente e iniziare a crescere più in linea con l'attività mondiale, con la ricostituzione delle scorte delle imprese e il riorientamento dei profili dei consumi privati a favore dei beni. Ciò è in linea con i dati più recenti sull'interscambio mondiale di beni, che è tornato a crescere a settembre dopo essere rimasto sostanzialmente invariato nei due mesi precedenti (cfr. il grafico 2). L'interscambio mondiale, secondo le proiezioni, dovrebbe crescere del 3 per cento sia nel 2024 sia nel 2025, e del 3,2 nel 2026; una revisione al ribasso rispetto alle proiezioni dello scorso settembre (-0,2 punti percentuali nel 2024 e -0,3 punti percentuali nel 2025). Ciò riflette una rivalutazione della velocità con cui si ritiene che l'elasticità del commercio mondiale torni al suo valore di lungo periodo atteso. Il tasso di incremento della domanda estera dell'area dell'euro sarebbe pari al 2,6 per cento nel 2024, al 2,9 nel 2025 e al 3,1 nel 2026, essendo anch'esso stato rivisto al ribasso rispetto all'esercizio previsivo precedente sia per il 2024 sia per il 2025 (rispettivamente di -0,4 e -0,1 punti percentuali).

Grafico 2

Crescita delle importazioni mondiali di beni (esclusa l'area dell'euro)

(contributi all'indice, dicembre 2019 = 100)



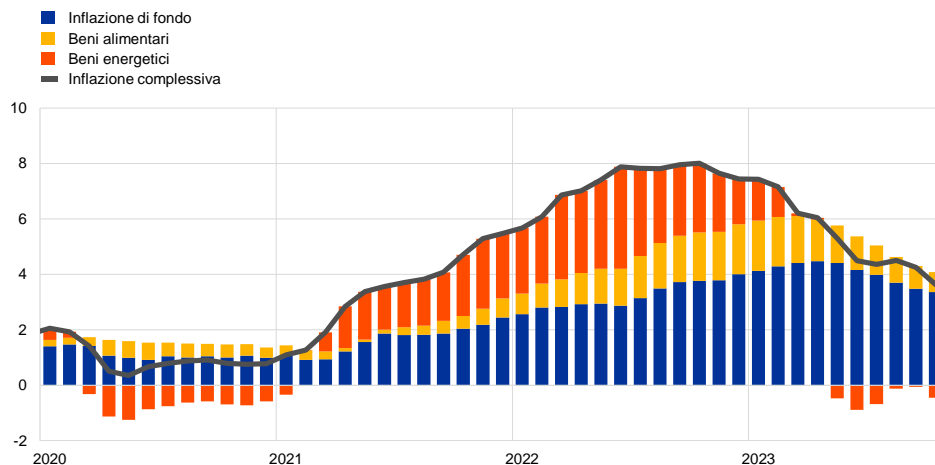
Fonti: CPB ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2023.

L'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) a livello internazionale mantiene un andamento discendente, sostenuta dal calo dei prezzi dei beni energetici e alimentari, sebbene l'inflazione di fondo rimanga elevata. Nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 5,6 per cento a ottobre (dal 6,2 registrato a settembre). Ciò riflette un calo del contributo dei beni energetici e, in misura minore, di quelli alimentari. L'inflazione di fondo (al netto delle componenti alimentare ed energetica) è leggermente diminuita al 6,5 per cento (dal 6,6 di settembre). L'inflazione sui dodici mesi è rimasta molto elevata in Turchia, pur mostrando una lieve moderazione al 72 per cento a ottobre, rispetto al 75 registrato a settembre. Escludendo la Turchia, l'inflazione complessiva è scesa dal 4,2 al 3,6 per cento a settembre e l'inflazione di fondo è diminuita dal 4,4 al 4,2 per cento (cfr. il grafico 3). Secondo le stime, il tasso di variazione dei prezzi all'esportazione dei paesi concorrenti dell'area dell'euro sarebbe sceso al di sotto della media di lungo periodo nel secondo trimestre del 2023, nel contesto della perdurante diminuzione dei corsi delle materie prime e dell'attenuazione delle spinte inflazionistiche a livello sia interno sia estero. Secondo le proiezioni, i prezzi all'esportazione dovrebbero recuperare al volgere dell'anno, in un contesto in cui il calo dei corsi delle materie prime esercita un minore effetto frenante.

Grafico 3

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

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'IPC 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 a ottobre 2023.

I prezzi del greggio sono diminuiti rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, per effetto di un indebolimento della domanda mondiale.

Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, nel terzo trimestre la domanda europea di petrolio si è indebolita di circa 0,8 milioni di barili al giorno, mentre quella statunitense ha iniziato a scendere più di recente. L'indebolimento della domanda nelle economie avanzate ha compensato le pressioni al rialzo sui prezzi derivanti dal persistere di una forte domanda di petrolio da parte della Cina, dalla decisione dell'OPEC+ di prorogare al primo trimestre del 2024 gli attuali tagli volontari alla produzione e di incrementarli di un ulteriore 0,9 per cento dell'offerta mondiale, nonché dai rischi per l'offerta derivanti dal conflitto in Medio Oriente. In Europa anche i prezzi del gas sono diminuiti, giacché la domanda è rimasta al di sotto delle medie storiche all'inizio della stagione in cui si concentrano i consumi per riscaldamento. Sono stati risolti e valutati dai mercati finanziari anche i recenti rischi per l'offerta derivanti dalla chiusura di un giacimento di gas israeliano, dalle interruzioni del gasdotto tra Finlandia ed Estonia e dalla possibilità di ulteriori scioperi presso terminali per il trattamento del gas naturale liquefatto in Australia. Tuttavia, non è da escludere completamente un'ulteriore volatilità nel mercato del gas, perché i prezzi rimangono sensibili a shock dal lato dell'offerta simili a quelli verificatisi nel corso del 2023.

Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, le condizioni finanziarie internazionali sono state caratterizzate da oscillazioni, che alla fine si sono, tuttavia, lievemente attenuate nelle economie avanzate. All'inizio del periodo in esame (dal 14 settembre al 13 dicembre 2023) si è registrato un considerevole inasprimento delle condizioni finanziarie nelle economie avanzate, giacché i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati, principalmente per effetto di una più elevata compensazione per il rischio, dovuta alla maggiore incertezza relativa ai tassi di interesse a breve termine futuri. Tuttavia, l'inasprimento è stato più che riassorbito, dato che l'inflazione si è rivelata leggermente inferiore

alle attese in diversi paesi e alcune banche centrali hanno alleggerito le comunicazioni sulla necessità di aumentare ulteriormente i tassi di interesse. Negli Stati Uniti le aspettative di mercato sull'ulteriore indebolimento dell'inflazione, a fronte di una crescita lenta ma solida, hanno favorito uno spostamento verso il basso delle aspettative di politica monetaria e sostenuto la propensione al rischio. In generale, il prezzo delle attività più rischiose si è mosso di pari passo con le oscillazioni dei tassi di interesse, chiudendo il periodo in leggero rialzo.

Nel 2023 la crescita economica negli Stati Uniti ha mostrato una capacità di tenuta maggiore rispetto a quanto previsto. Tuttavia, nel breve periodo dovrebbe rallentare perché l'inasprimento della politica monetaria frena la spesa e il mercato del lavoro si allenta. Nel terzo trimestre del 2023 il PIL in termini reali è aumentato dell'1,3 per cento sul periodo precedente (5,2 su base annua) grazie al dinamismo dei consumi privati, alla ripresa degli investimenti nelle scorte private e al vigore della spesa pubblica. Gli indicatori ad alta frequenza, come gli acquisti con carta di credito e le vendite al dettaglio, indicano un rallentamento della spesa per consumi nel quarto trimestre. Inoltre, la ripresa a ottobre dei rimborsi dei prestiti agli studenti e la forte riduzione dei risparmi in eccesso eserciteranno ulteriori pressioni sui bilanci delle famiglie. La crescita economica dovrebbe recuperare a partire dalla seconda metà del 2024. A ottobre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,2 per cento (0,5 punti percentuali in meno rispetto al dato osservato a settembre), principalmente per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione di fondo sui dodici mesi è lievemente diminuita al 4 per cento (0,1 punti percentuali in meno rispetto al dato di settembre). Sebbene in calo dall'inizio dell'anno, a ottobre l'inflazione dei servizi (al netto delle abitazioni) è rimasta elevata, di poco inferiore al 4 per cento, mentre l'inflazione relativa ai beni e ai servizi essenziali si colloca su un percorso discendente.

In Cina indicatori recenti segnalano una stabilizzazione dell'attività economica, nonostante la debolezza del settore immobiliare. Nel terzo trimestre del 2023 il PIL in termini reali è risalito dell'1,3 per cento sul periodo precedente, superando le aspettative dei mercati. Tale ripresa è principalmente ascrivibile a una maggiore spesa per consumi, mentre la contrazione degli investimenti immobiliari ha continuato a intensificarsi, sebbene a ritmi inferiori rispetto ai mesi precedenti. A ottobre gli indicatori mensili relativi alla produzione industriale e alle vendite al dettaglio hanno consolidato la loro ripresa. Nello stesso mese, la spesa delle famiglie si è rivelata superiore alle attese, in particolare per gli acquisti di automobili e per i viaggi, in coincidenza con il periodo di festività della "Golden Week" cinese. Allo stesso tempo, la produzione e i consumi di beni e servizi strettamente legati al mercato immobiliare hanno continuato a mostrare una crescita modesta, suggerendo una ripresa in corso a due velocità nell'economia cinese. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è tornata in territorio negativo a ottobre, scendendo dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente dopo essere rimasta invariata a settembre. La flessione è prevalentemente riconducibile a una più forte riduzione dei prezzi dei beni alimentari, spinta da una contrazione del 30,1 per cento su base annua dei prezzi della carne suina, che dovrebbero continuare a diminuire per effetto dell'eccesso di offerta. Gli andamenti dei prezzi dei beni

alimentari e la debolezza della domanda, interna ed esterna, dovrebbero garantire che le spinte inflazionistiche rimangano contenute.

In Giappone la ripresa economica ha vissuto una fase di stallo nel terzo trimestre del 2023, dovrebbe tuttavia tornare in territorio positivo nel quarto trimestre dell'anno. Nel terzo trimestre del 2023 il PIL in termini reali ha subito una contrazione, più marcata del previsto, dello 0,7 per cento sul periodo precedente, rispecchiando prevalentemente il contributo negativo delle scorte e la debolezza della domanda interna e, in una certa misura, l'impatto dell'inflazione elevata sui redditi reali. Il PIL in termini reali dovrebbe tornare a una crescita positiva, seppure modesta, nel quarto trimestre, in un contesto caratterizzato da segnali di una moderata ripresa dei livelli dei consumi reali. A ottobre sono aumentati sia il tasso di inflazione complessiva sia quello dell'inflazione di fondo, di riflesso a una solida dinamica dei prezzi sottostante. L'inflazione complessiva sui dodici mesi è aumentata dal 3 al 3,3 per cento, prevalentemente per effetto della maggiore riduzione dei prezzi dei beni energetici sui dodici mesi, nonostante la lieve moderazione dell'inflazione dei beni alimentari, che rimane ancora elevata. A ottobre l'inflazione di fondo sui dodici mesi (calcolata al netto delle componenti alimentare ed energetica) si è collocata al 2,7 per cento (0,1 punti percentuali in più rispetto al dato osservato a settembre), riflettendo un lieve rialzo dell'inflazione relativa ai beni essenziali e ai servizi alle imprese.

Nel Regno Unito il precedente inasprimento della politica monetaria grava in misura maggiore sulla spesa delle famiglie e sugli investimenti privati. Nel terzo trimestre del 2023 la crescita economica in termini reali si è stabilizzata, giacché l'indebolimento della domanda interna ha compensato il contributo particolarmente positivo delle esportazioni di servizi. La debolezza della domanda interna indica che il precedente inasprimento della politica monetaria sta incidendo in misura crescente sull'economia. Il flusso di dati continua a essere contrastante, in quanto le vendite al dettaglio sono in calo e il PMI composito è stato generalmente modesto (sebbene sia effettivamente risalito al di sopra della soglia neutra a novembre), mentre altri indicatori di fiducia delle imprese sono da tempo in miglioramento e i redditi reali delle famiglie sono in aumento. L'attività economica dovrebbe rimanere modesta nei prossimi trimestri, in un contesto di politica fiscale e monetaria restrittivo. Si prevede un recupero verso la fine dell'anno, sostenuto dalla ripresa dei salari reali in atto. A ottobre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC si è ridotta marcatamente, dal 6,7 per cento di settembre al 4,6, perché il contributo dei prezzi dei beni energetici è divenuto negativo. L'inflazione di fondo è scesa al 5,7 per cento, dal 6,1 osservato a settembre, per effetto del calo dell'inflazione relativa ai beni e ai servizi essenziali. Tuttavia, dovrebbe diminuire più gradualmente d'ora in poi, in quanto ci si attende che l'inflazione relativa ai servizi rimanga alta, in un contesto caratterizzato da una crescita salariale ancora elevata.

Nella seconda metà del 2023 l'economia dell'area dell'euro si è indebolita ulteriormente, a causa del clima di fiducia fiacco, delle precedenti perdite di competitività, delle rinnovate tensioni geopolitiche e dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento che hanno gravato sull'attività. Dopo aver registrato una crescita soltanto minima nella prima metà dell'anno, il PIL in termini reali ha subito una lieve contrazione nel terzo trimestre, principalmente a causa di un calo delle scorte. A livello settoriale, a partire dal quarto trimestre del 2022 la produzione industriale ha registrato una contrazione nonostante un certo sostegno al settore manifatturiero dovuto al riassorbimento degli ordini arretrati, mentre l'attività dei servizi ha continuato a fornire un contributo positivo alla crescita nel terzo trimestre. Nel contempo, l'occupazione è aumentata ulteriormente nel terzo trimestre, sebbene il numero totale di ore lavorate abbia registrato un lieve calo, in presenza di persistenti politiche di mantenimento della manodopera inutilizzata (labour hoarding). I dati più recenti per il quarto trimestre del 2023 indicano che la crescita rimarrà probabilmente moderata, mentre il mercato del lavoro dovrebbe rallentare. Ci si attende che la crescita inizi a recuperare all'inizio del 2024, in assenza di ulteriori shock, e nonostante le perduranti difficoltà per l'attività derivanti dalle condizioni di finanziamento sfavorevoli i cui effetti, tuttavia, dovrebbero attenuarsi nel tempo. Inoltre, il calo dell'inflazione dovrebbe contribuire a far aumentare i redditi reali e la crescita delle esportazioni dovrebbe allinearsi al miglioramento della domanda estera.

Tale prospettiva trova sostanziale riscontro nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, secondo le quali la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenterebbe allo 0,6 per cento nel 2023, per poi risalire allo 0,8 per cento nel 2024 e raggiungere l'1,5 per cento nel 2025 e nel 2026. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2023 per l'area dell'euro dagli esperti della BCE, le prospettive per la crescita del PIL sono state lievemente corrette al ribasso per il 2023 e il 2024 ma sono rimaste invariate per il 2025.

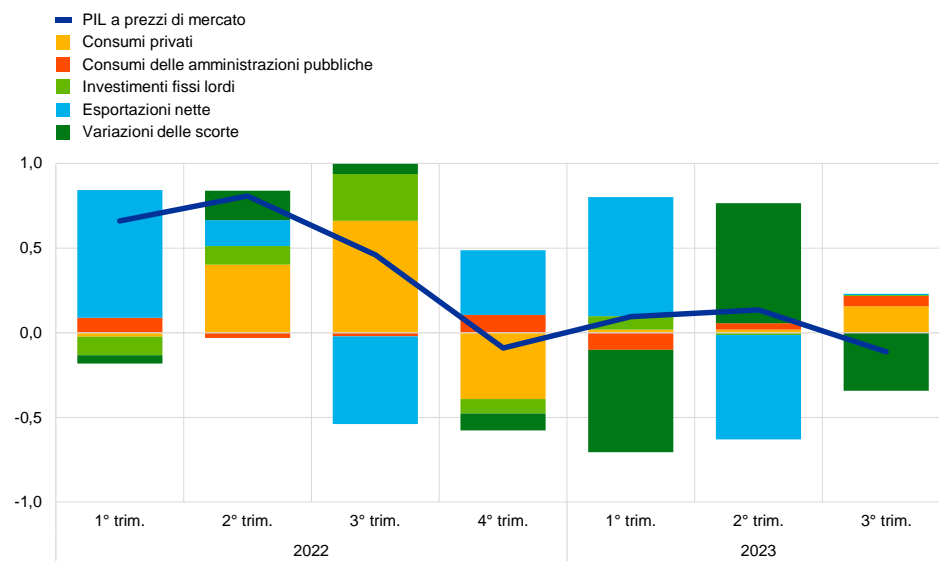
L'economia dell'area dell'euro ha subito una lieve contrazione nel terzo trimestre del 2023. Nel terzo trimestre il PIL in termini reali è diminuito dello 0,1 per cento sul trimestre precedente, poiché la variazione delle scorte, che ha in parte riflesso il riassorbimento del loro forte accumulo nel secondo trimestre, ha frenato la crescita (cfr. il grafico 4). Dopo due trimestri di stagnazione, i consumi privati sono aumentati moderatamente nel terzo trimestre e anche quelli delle amministrazioni pubbliche hanno fornito un contributo positivo alla crescita del PIL, sebbene in misura minore. L'apporto lievemente positivo degli investimenti cela un chiaro contrasto tra la perdurante contrazione degli investimenti nelle costruzioni e la crescita ancora positiva della componente diversa dalle costruzioni. I contributi delle esportazioni e delle importazioni si sono quasi del tutto compensati a vicenda. La scomposizione del valore aggiunto evidenzia la perdurante divergenza tra settori

nel terzo trimestre, con una modesta crescita dell'attività nei servizi, mentre tutti gli altri settori, in particolare quello manifatturiero, hanno segnato un calo.

Grafico 4

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023.

L'attività dovrebbe rimanere debole nell'ultimo trimestre del 2023. I dati sulla produzione industriale di ottobre suggeriscono una perdurante contrazione della manifattura nel quarto trimestre. I dati delle indagini più recenti, disponibili per il periodo fino a novembre, indicano un indebolimento dell'attività più generalizzato nel quarto trimestre. Ciò riflette sia la perdurante debolezza dell'attività manifatturiera sia un più marcato rallentamento nei servizi, che in precedenza avevano mostrato una buona tenuta. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto ha continuato a scendere ulteriormente al di sotto della soglia di crescita di 50 e al di sotto della media del terzo trimestre, nonostante il lieve aumento di novembre rispetto al dato di ottobre, a possibile indicazione del raggiungimento del punto di minimo della fase di diminuzione. L'indice PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero ha continuato a evidenziare una profonda contrazione, giacché il sostegno precedentemente fornito dalle migliori condizioni delle catene di approvvigionamento sembra aver esaurito il proprio effetto e gli arretrati di produzione sono in via di esaurimento, mentre i nuovi ordinativi continuano a contrarsi (cfr. il pannello a) del grafico 5). La debolezza dell'attività è evidente, sebbene meno pronunciata, anche nel settore dei servizi, dove sia l'indice PMI relativo all'attività corrente sia quello relativo ai nuovi volumi di attività sono rimasti al di sotto della soglia di crescita da agosto (cfr. il pannello b) del grafico 5). A ottobre e novembre l'indice del clima economico della Commissione europea è sceso ancora lievemente al di sotto della media del terzo trimestre, riflettendo una minore fiducia di consumatori e imprese, sebbene a novembre la debolezza di quest'ultima abbia mostrato timidi segnali di risalita dal punto di minimo. Allo stesso tempo, nel quarto trimestre dell'anno, le imprese del settore dei

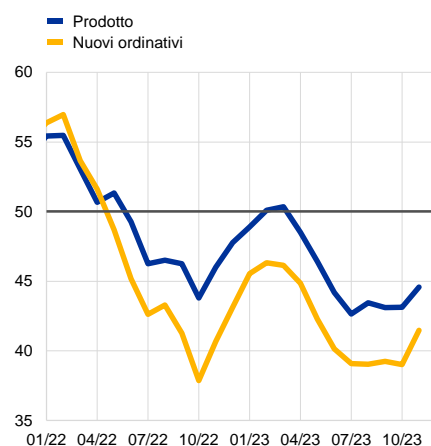
servizi e soprattutto quelle del settore manifatturiero hanno segnalato un indebolimento della domanda e un inasprimento delle condizioni di finanziamento quali limiti crescenti alla produzione³.

Grafico 5

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

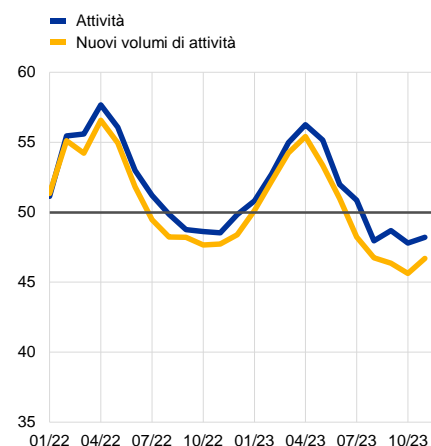
a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



b) Servizi

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023.

Nel complesso, il mercato del lavoro ha conservato una buona tenuta a fronte dell'indebolimento dell'attività economica nel terzo trimestre del 2023.

L'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento nel terzo trimestre, mentre il totale delle ore lavorate è diminuito dello 0,1 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 6). Dal quarto trimestre del 2019 l'occupazione è cresciuta del 3,5 per cento e il totale delle ore lavorate del 2,1 per cento. Ciò equivale a un calo nella media delle ore lavorate per addetto dell'1,3 per cento, legato al fenomeno del labour hoarding (la parte dell'input di lavoro che non viene pienamente utilizzata da un'impresa durante il suo processo produttivo in un dato momento) attualmente in corso, nonché ad altri fattori come l'aumento delle assenze per malattia. Le forze di lavoro sono tornate a segnare una lieve espansione, pari allo 0,1 per cento nel terzo trimestre del 2023 e a un ulteriore 0,2 per cento a ottobre. Si stima che, da dicembre 2022, il numero di persone attive sia cresciuto di circa 1,5 milioni. A ottobre il tasso di disoccupazione era pari al 6,5 per cento, sostanzialmente invariato rispetto a settembre e prossimo al livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro sta gradualmente diminuendo, ma rimane su livelli elevati, con un calo marginale del tasso di posti vacanti al 2,9 per cento, inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

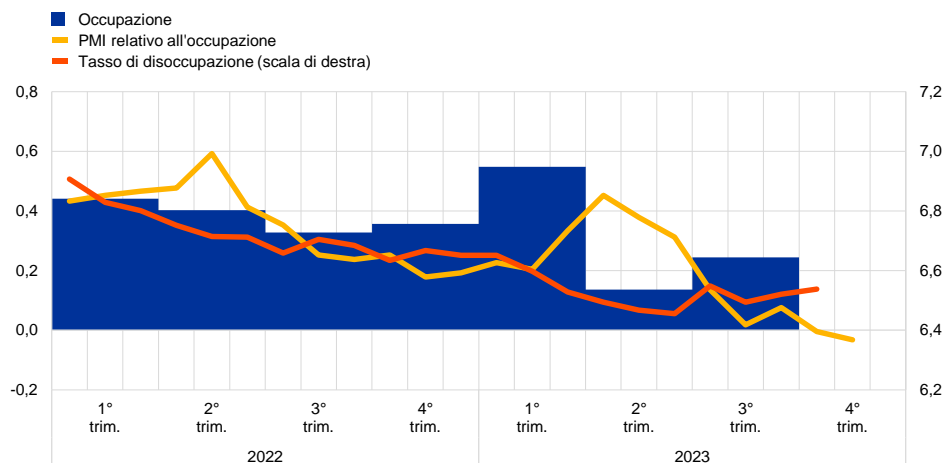
³ Cfr. anche il riquadro 4 *La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi* in questo numero del Bollettino.

Grafico 6

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

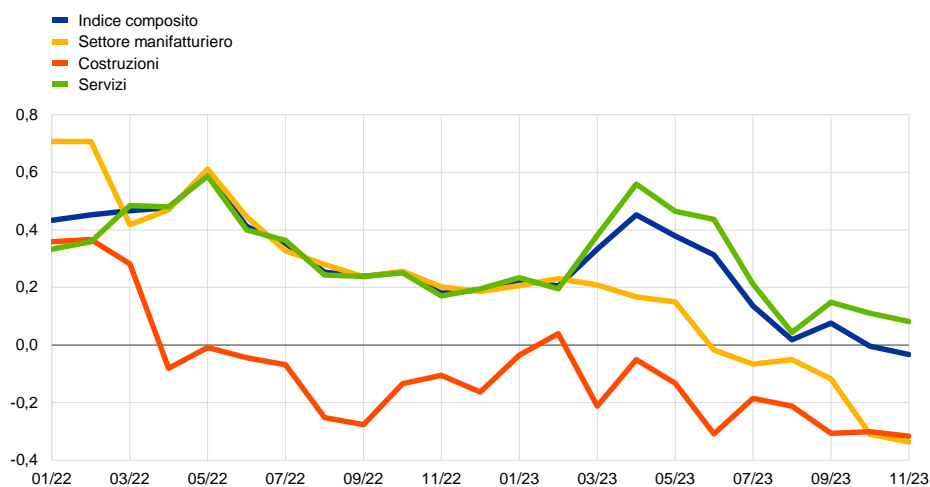
a) Occupazione, PMI relativo all'occupazione e tasso di disoccupazione

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



b) PMI settoriali relativi all'occupazione

(indici di diffusione)



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

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

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono un rallentamento della crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2023.

A novembre l'indicatore mensile PMI composito relativo all'occupazione è sceso a 49,7 da 50,0 a ottobre; un valore inferiore alla soglia di 50 indica un calo dell'occupazione. L'indicatore è diminuito in misura significativa dal picco di 54,5 raggiunto ad aprile. Il recente calo è stato generalizzato tra i vari settori (cfr. il pannello b) del grafico 6). I PMI settoriali segnalano rischi al ribasso per la crescita dell'occupazione nel settore manifatturiero e in quello delle costruzioni, dove gli indici sono inferiori a 50. Pur mantenendosi in territorio lievemente espansivo, anche

l'indicatore PMI per il settore dei servizi è diminuito ed è ora prossimo alla soglia di 50.

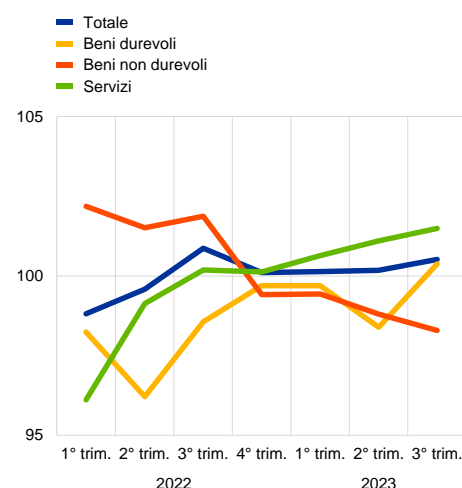
Nel terzo trimestre del 2023 i consumi privati sono aumentati dello 0,3 per cento, dopo aver ristagnato nella prima metà dell'anno (cfr. il pannello a) del grafico 7). L'incremento nel terzo trimestre va ricondotto in larga misura ai consumi di servizi da parte delle famiglie, che continuano a beneficiare dei perduranti effetti delle riaperture. Dopo il forte calo del secondo trimestre, la spesa per beni durevoli ha segnato una ripresa nel terzo, riflettendo in larga misura le consegne ritardate di veicoli elettrici e ibridi precedentemente acquistati. Dopo una forte ripresa, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite lievemente a ottobre, collocandosi su un livello inferiore dello 0,8 per cento a quello del terzo trimestre. Per contro, la spesa per beni non durevoli (e semidurevoli) ha continuato a diminuire nel terzo trimestre. Ciò si è riflesso nella perdurante debolezza dei volumi delle vendite al dettaglio che, pur essendo lievemente aumentati a ottobre rispetto al mese precedente, si sono collocati su un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto alla media del terzo trimestre.

Grafico 7

Consumi privati in termini reali e aspettative

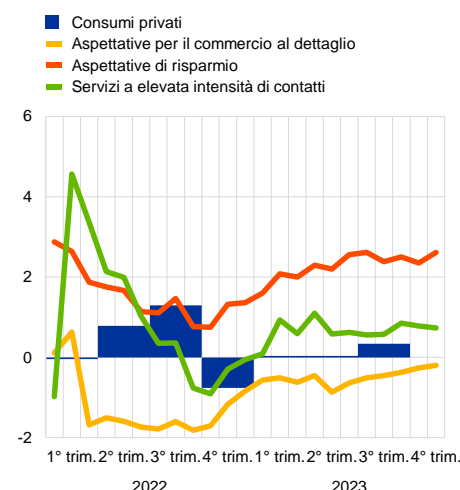
a) Consumi privati e relative componenti

(indici: quarto trimestre 2019 = 100)



b) Consumi privati e commercio al dettaglio, risparmio e aspettative per i servizi

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali standardizzati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) i livelli delle componenti dei consumi (concetto interno) sono riproporzionati in modo da corrispondere al livello del totale dei consumi privati (concetto nazionale). I "Beni non durevoli" includono i beni semidurevoli. Nel pannello b) le aspettative di risparmio per i 12 mesi successivi e quelle per il commercio al dettaglio per i tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 1985-2019. Le aspettative relative alla domanda di servizi a elevata intensità di contatti nei tre mesi successivi sono standardizzate sul periodo 2005-2019 (in linea con la rispettiva lunghezza di ciascuna serie); la voce "Servizi a elevata intensità di contatti" indica i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per il pannello a) e al terzo trimestre del 2023 e a novembre 2023 per il pannello b).

I dati delle indagini più recenti continuano a segnalare una generale debolezza della spesa per beni al volgere dell'anno. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è aumentato a novembre, dopo essere diminuito per tre mesi consecutivi, pur mantenendosi al di sotto della sua media di lungo periodo. Il risultato di novembre riflette un miglioramento delle attese

sulle condizioni economiche generali e quelle finanziarie delle famiglie. Allo stesso tempo, gli indicatori della Commissione sulle aspettative relative agli acquisti rilevanti da parte dei consumatori e alla situazione del commercio al dettaglio sono rimasti modesti, nonostante un lieve miglioramento di quest'ultimo (cfr. il pannello b) del grafico 7). Per contro, non vi è stata una forte correzione al ribasso nella domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti, che ha continuato a evidenziare una buona tenuta a novembre e si è mantenuta al di sopra della sua media storica. Analogamente, l'edizione di ottobre dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) indica una buona tenuta della domanda attesa di prenotazioni per le vacanze. La trasmissione all'economia reale delle più rigide condizioni di finanziamento dovrebbe limitare la richiesta di prestiti da parte delle famiglie, mantenendo elevate le aspettative di risparmio e modesta la crescita della spesa per consumi nel breve periodo⁴. Al tempo stesso, quest'ultima dovrebbe beneficiare di un miglioramento del potere d'acquisto sulla scia del calo dell'inflazione e di una persistente tenuta del mercato del lavoro.

Nel terzo trimestre del 2023 gli investimenti delle imprese sono aumentati ma dovrebbero contrarsi nel quarto. Nel terzo trimestre del 2023 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, al netto dei beni immateriali irlandesi, sono aumentati dello 0,5 per cento sul trimestre precedente, sospinti dall'aumento degli investimenti sia in beni immateriali sia in macchinari e attrezzature (cfr. il pannello a) del grafico 8). Nel quarto trimestre la perdurante debolezza segnalata dall'indagine della Commissione europea sul clima di fiducia e dagli indici PMI per prodotto e nuovi ordinativi suggerisce un calo degli investimenti. Le imprese risentono inoltre del reddito netto da interessi negativo e del fatto che il sostegno derivante dagli arretrati continui a esaurirsi⁵. Per il quarto trimestre l'indagine della Commissione sui vincoli alla produzione di beni di investimento ha confermato l'indebolimento della domanda, unitamente a minori difficoltà connesse alla carenza di attrezzature e capacità produttiva. Quest'ultima evidenza è coerente con il calo del grado di utilizzo della capacità produttiva nell'economia, che indica una scarsa necessità di investimenti per ampliare la capacità nel breve periodo. Tuttavia, gli investimenti dovrebbero registrare una graduale ripresa nel 2024 e oltre, con l'aumento della domanda, il calo dell'incertezza e il venir meno, nel medio termine, dell'attuale effetto frenante dovuto all'inasprimento della politica monetaria e alle condizioni sfavorevoli di offerta del credito. Inoltre, l'attuazione del programma Next Generation EU dovrebbe stimolare gli investimenti privati.

⁴ Le modeste prospettive per i consumi privati potrebbero altresì riflettere una valutazione pessimistica dei consumatori circa i recenti andamenti del reddito reale. Cfr. il riquadro 5 *Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie* in questo numero del Bollettino.

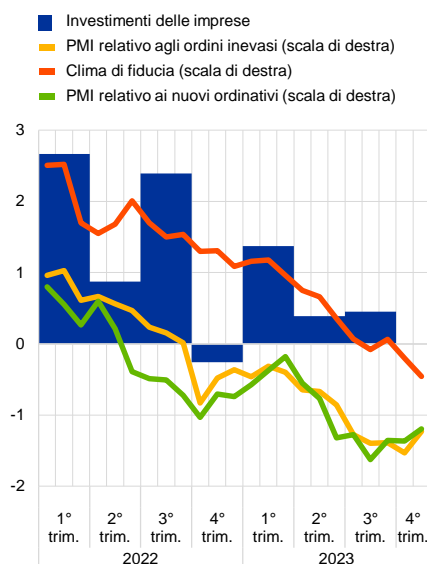
⁵ Cfr. il riquadro 7 *Il reddito netto da interessi di famiglie e imprese* in questo numero del Bollettino.

Grafico 8

Dinamiche degli investimenti reali e dati delle indagini

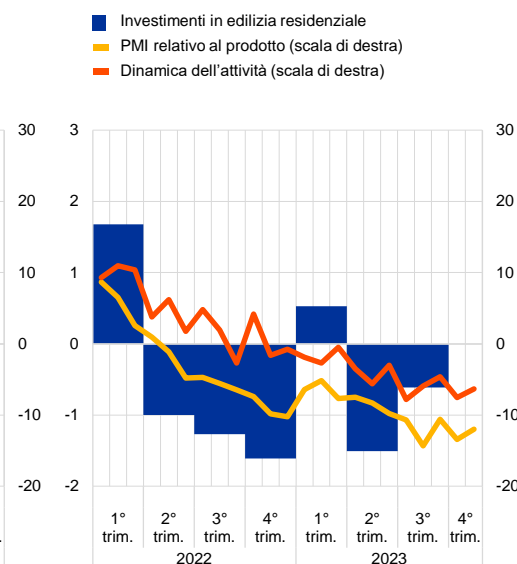
a) Investimenti delle imprese

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



b) Investimenti in edilizia residenziale

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



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali in Irlanda. Le linee si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento, sulla base del clima di fiducia desunto dall'indagine della Commissione europea. Nel pannello b) le linee si riferiscono al settore delle costruzioni edilizie. La dinamica dell'attività si riferisce alla tendenza dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti, misurata dall'indagine della Commissione europea. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per gli investimenti delle imprese e nel settore edilizio e a novembre 2023 per le altre voci.

Nel terzo trimestre del 2023 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno registrato un nuovo calo ed è probabile una loro ulteriore contrazione nel breve periodo. Nel terzo trimestre del 2023 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, dopo un calo dell'1,5 per cento nel secondo trimestre (cfr. il pannello b) del grafico 8). Gli indicatori di breve periodo segnalano ulteriori flessioni nel quarto trimestre. A ottobre e novembre l'indicatore della Commissione europea per attività edilizia negli ultimi tre mesi è sceso al di sotto della sua media nel terzo trimestre e l'indice PMI per il prodotto nel settore dell'edilizia residenziale è rimasto ben al di sotto della soglia di crescita nulla di 50. Anche il clima di fiducia nel settore, misurato dall'indagine trimestrale della Commissione europea sulle intenzioni a breve termine delle famiglie di ristrutturare, acquistare o costruire un'abitazione, è lievemente peggiorato nel quarto trimestre del 2023. Analogamente, secondo l'indagine CES, a ottobre la percezione da parte delle famiglie circa la bontà dell'investimento in edilizia residenziale si è deteriorata. Le deboli prospettive a breve termine per gli investimenti nell'edilizia residenziale sono coerenti con la tendenza al ribasso, generalmente significativa, delle concessioni edilizie ed è imputabile al considerevole inasprimento delle condizioni finanziarie che grava sulla domanda di abitazioni. A ottobre l'indebitamento delle famiglie per prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato ancora una volta modesto, a indicare che una ripresa della domanda di abitazioni non è ancora prossima.

La dinamica delle esportazioni è rimasta modesta nel terzo trimestre del 2023, riflettendo la debolezza della domanda mondiale, l'impatto ritardato dell'apprezzamento dell'euro e gli elevati prezzi dell'energia. Nel terzo trimestre si è nuovamente registrata una crescita negativa dei volumi esportati, poiché la debolezza del commercio mondiale ha frenato la domanda estera di beni dell'area dell'euro. Inoltre, a partire dalla fine del 2022, l'impatto ritardato dell'apprezzamento dell'euro su base ponderata per l'interscambio ha indebolito la competitività dell'area e gli elevati prezzi dell'energia hanno ulteriormente contribuito alla debolezza delle esportazioni, soprattutto nei settori a elevata intensità energetica. La contrazione delle importazioni di beni nel terzo trimestre si è mantenuta in linea con la debolezza della domanda interna e la flessione delle scorte. Pertanto, nel terzo trimestre, l'interscambio netto ha fornito alla crescita del PIL un apporto lievemente positivo. In prospettiva, gli indicatori basati sulle indagini segnalano una perdurante debolezza delle esportazioni dell'area dell'euro nel breve periodo, alla luce del fatto che i nuovi ordinativi dall'estero sia per i beni manifatturieri sia per i servizi continuano a registrare una diminuzione.

Oltre il breve termine, ci si attende che l'attività dell'area dell'euro registri una graduale ripresa, sostenuta dall'aumento dei redditi reali, dall'esaurirsi dell'effetto frenante esercitato dalle condizioni di finanziamento sfavorevoli e dal miglioramento della domanda estera. In assenza di ulteriori shock, la crescita del PIL dovrebbe rafforzarsi gradualmente, considerato che i consumi sono sostenuti in misura crescente dall'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche e dalla tenuta della crescita dei redditi da lavoro, sulla scia del perdurare di una forte dinamica salariale. Inoltre, gli effetti frenanti delle recenti condizioni di finanziamento sfavorevoli sugli investimenti si esauriranno e il miglioramento della domanda estera dovrebbe sostenere una ripresa della crescita delle esportazioni dell'area dell'euro.

Secondo le proiezioni per l'area dell'euro formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita su base annua del PIL in termini reali rallenterebbe allo 0,6 per cento nel 2023, per poi risalire allo 0,8 per cento nel 2024 e raggiungere l'1,5 per cento nel 2025 e nel 2026. Rispetto alle proiezioni degli esperti della BCE dello scorso settembre, le prospettive di crescita del PIL in termini reali sono state lievemente corrette al ribasso per il 2023 e il 2024, ma rimangono invariate per il 2025⁶.

⁶ Cfr. [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2023](#).

3 Prezzi e costi

A novembre 2023 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è attestata al 2,4 per cento, in calo dal 2,9 per cento di ottobre, ma un nuovo, temporaneo, aumento è probabile nel breve periodo a causa degli effetti base al rialzo dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è scesa al 3,6 per cento a novembre e tutti gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno continuato a diminuire a ottobre, tuttavia le pressioni interne sui prezzi sono rimaste elevate, principalmente a causa della forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto. Gran parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano intorno al 2 per cento, a fronte del calo a partire da livelli elevati osservato per alcuni indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati, principalmente a causa di premi per il rischio di inflazione più bassi. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva diminuirà gradualmente, collocandosi in media al 2,7 per cento nel 2024, al 2,1 nel 2025 e all'1,9 nel 2026.

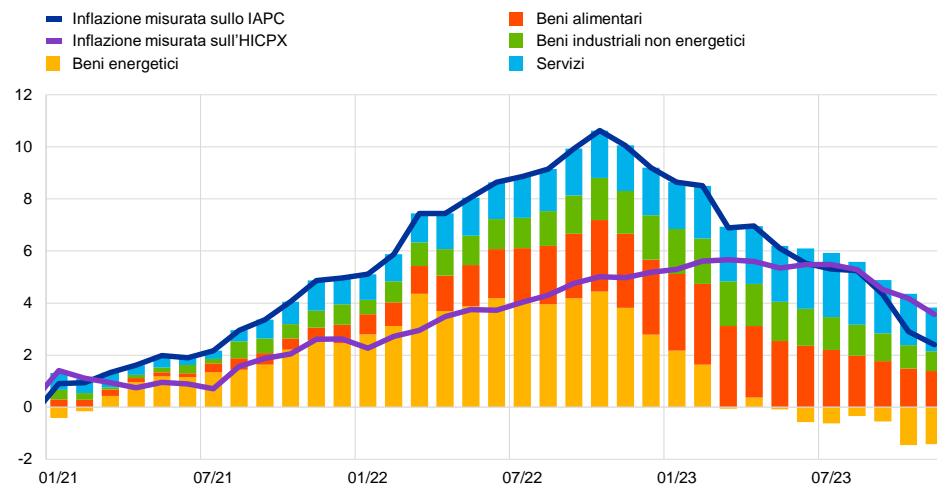
Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione misurata sullo IAPC è ulteriormente scesa al 2,4 per cento a novembre, dal 2,9 per cento di ottobre (cfr. il grafico 9)⁷. Tale calo è riconducibile ai minori tassi di inflazione di tutte le principali componenti (ovvero beni energetici, beni alimentari, beni industriali non energetici (NEIG) e servizi). L'inflazione dei beni energetici è scivolata ulteriormente in territorio negativo, dal -11,2 per cento di ottobre al -11,5 di novembre, riflettendo un calo sul mese precedente del 2,2 per cento. Anche l'inflazione dei beni alimentari ha continuato a diminuire, dal 7,4 per cento di ottobre al 6,9 di novembre, pur rimanendo su livelli elevati. Tale calo ha rispecchiato un tasso di variazione sui dodici mesi inferiore per i prezzi dei beni alimentari trasformati. Per contro, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari freschi è aumentato, guidato da un forte incremento sul mese precedente e da un effetto base al rialzo. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa ulteriormente al 3,6 per cento a novembre, dal 4,2 di ottobre, a causa di un calo di entrambe le sue principali componenti: i beni industriali non energetici e i servizi. L'inflazione dei beni industriali non energetici è scesa dal 3,5 al 2,9 per cento tra ottobre e novembre, riflettendo il perdurante allentamento delle pressioni inflazionistiche. Anche l'inflazione dei servizi si è ridotta a novembre, al 4,0 per cento, rispetto al 4,5 di ottobre.

⁷ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 13 dicembre 2023. La stima finale dell'Eurostat del 19 dicembre 2023 ha confermato che, a novembre nell'area dell'euro, l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al 2,4 per cento.

Grafico 9

Inflazione complessiva e relative componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

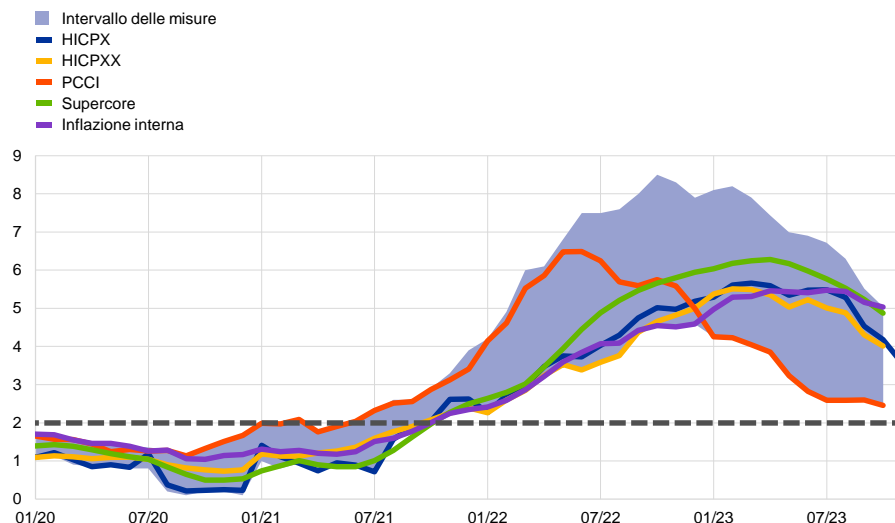
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023 (stime preliminari).

Secondo gli ultimi dati disponibili, tutti gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno continuato a diminuire a ottobre, riflettendo il venir meno degli effetti dei precedenti shock sui costi dell'energia e sulle catene di approvvigionamento, nonché l'indebolimento della domanda in un contesto di politica monetaria più restrittiva (cfr. il grafico 10). Nonostante tutti gli indicatori mostrino un calo, l'incertezza che caratterizza le dinamiche dell'inflazione di fondo rimane elevata. Ciò risulta evidente dall'ampia gamma di tassi nelle misure dell'inflazione di fondo, che vanno dal 2,5 per cento della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) al 5,0 per cento dell'inflazione interna. Ciò indica che, per la maggior parte delle misure, il completo venir meno dell'effetto degli shock passati richiede tempo. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è sceso dal 5,2 per cento di settembre al 4,9 di ottobre, mentre nello stesso periodo la misura del PCCI basata su modelli è diminuita solo lievemente, dal 2,6 al 2,5 per cento. L'indicatore dell'inflazione interna (escluse le voci con un elevato contenuto di importazioni) si è dimostrato il più persistentemente elevato, attestandosi al 5,2 per cento a settembre e al 5,0 per cento a ottobre, di riflesso all'importanza delle pressioni salariali. Tuttavia, tale indicatore è diminuito per tre mesi consecutivi.

Grafico 10

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo include IAPC al netto dei beni energetici, IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, IAPC al netto di beni energetici e alimentari (HICPX), IAPC al netto di beni energetici, alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX), inflazione interna, 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 novembre 2023 (stima preliminare) per l'HICPX e a ottobre 2023 per le voci rimanenti.

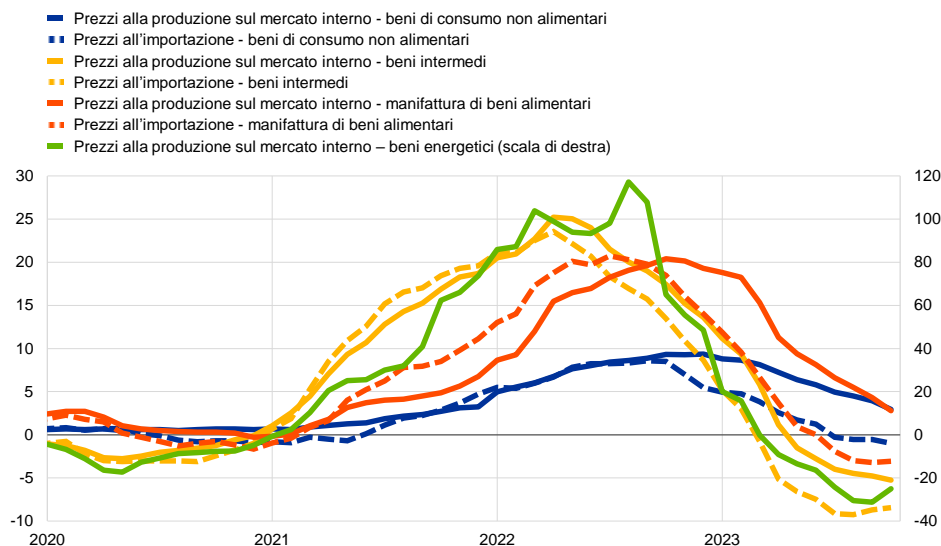
Le spinte inflazionistiche hanno continuato a perdere intensità con l'ulteriore venir meno degli effetti cumulati degli shock progressi (cfr. il grafico 11).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, a ottobre le pressioni sui prezzi hanno continuato a diminuire moderatamente. Il tasso di crescita dei prezzi alla produzione dei beni intermedi sul mercato interno è stato negativo a partire da maggio ed è sceso ulteriormente al -5,3 per cento a ottobre, dal -4,8 per cento di settembre, mentre l'inflazione all'importazione di beni intermedi ha continuato a scendere rapidamente, ma è aumentata dal -8,7 al -8,4 per cento nello stesso periodo. L'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da aprile, è salita al -25,0 per cento a ottobre, dal -31,2 di settembre. Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è scesa al 3,0 per cento a ottobre, dal 3,9 di settembre, confermando il graduale allentamento in atto delle pressioni inflazionistiche accumulate. Lo stesso vale per le spinte inflazionistiche nel segmento dei beni di consumo alimentari, in cui l'inflazione alla produzione, a ottobre, è scesa ulteriormente al 2,8 per cento, il livello più basso da aprile 2021. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per tali categorie di beni di consumo è rimasto negativo. La crescita dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è scesa dal -0,6 per cento di settembre al -1,0 di ottobre, mentre per i prodotti alimentari non si è ridotto ulteriormente.

Grafico 11

Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

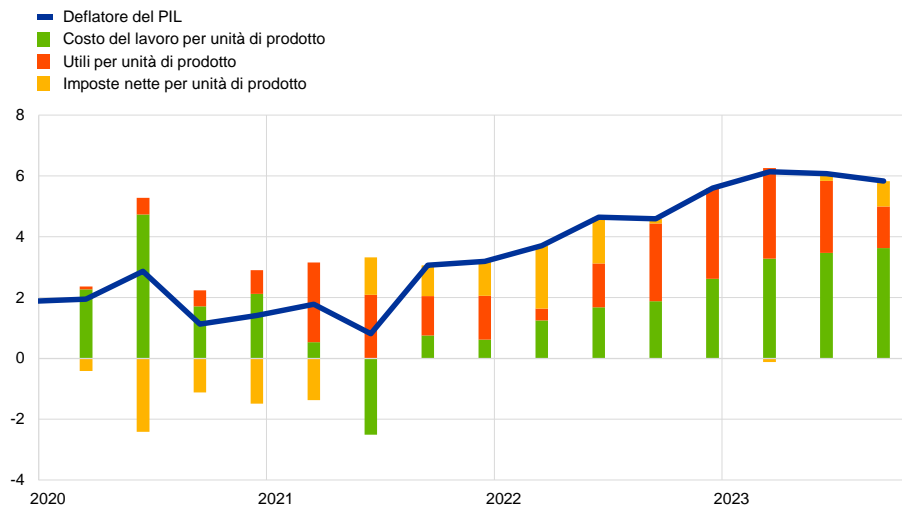
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2023.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono scese al 5,8 per cento nel terzo trimestre del 2023, dal 6,1 per cento del trimestre precedente, a causa del minore contributo degli utili unitari (cfr. il grafico 12). Il contributo degli utili unitari al deflatore del PIL è stato pari a 1,4 punti percentuali nel terzo trimestre del 2023, in calo dai 2,4 del trimestre precedente, a indicare che gli utili hanno iniziato ad attenuare le pressioni inflazionistiche di salari e costo del lavoro. Il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è lievemente aumentato nel terzo trimestre, raggiungendo 3,6 punti percentuali dai 3,5 del trimestre precedente. La crescita lievemente più vigorosa sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto nel terzo trimestre riflette un tasso di incremento della produttività del lavoro più negativo, mentre la dinamica salariale misurata dal reddito per occupato è diminuita dal 5,5 per cento del secondo trimestre al 5,2 nel terzo. La crescita dei salari, misurata in termini di reddito per ora lavorata, è rimasta invariata al 5,2 per cento, suggerendo il perdurare di forti pressioni dal lato del costo del lavoro. Alla base di queste dinamiche, la crescita delle retribuzioni contrattuali ha continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre del 2023, salendo al 4,7 per cento dal 4,4 del trimestre precedente. Inoltre, le informazioni ricavate dalle trattative salariali concluse di recente continuano a segnalare elevate pressioni salariali per il futuro e non mostrano ancora chiari segnali di un punto di svolta nella crescita delle retribuzioni contrattuali.

Grafico 12

Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023. Il reddito per occupato apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

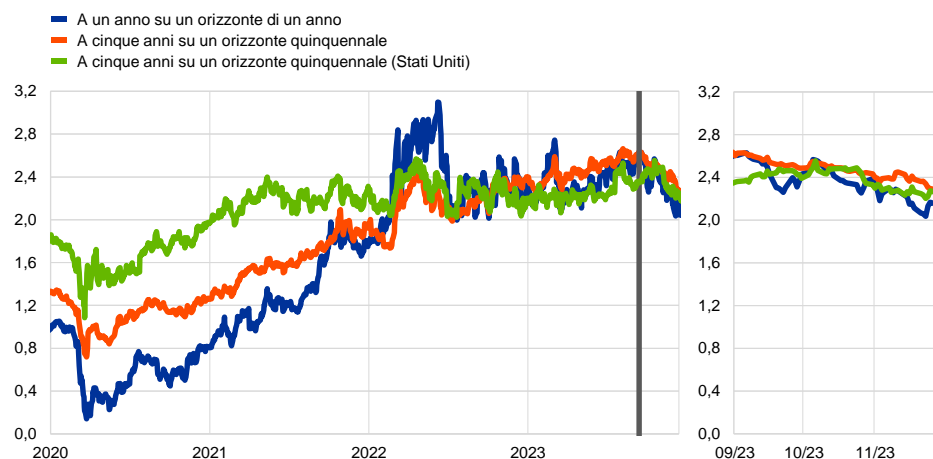
Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini si sono mantenute intorno al 2 per cento, mentre le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono diminuite. Sia secondo l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il quarto trimestre del 2023, sia nell'edizione di dicembre 2023 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts) la mediana delle aspettative a più lungo termine si è collocata al 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono sensibilmente diminuite dalla riunione di settembre del Consiglio direttivo della BCE, in particolare per le scadenze a breve termine, in quanto i valori dell'inflazione inferiori alle attese per settembre, ottobre e novembre, unitamente alle modeste prospettive di crescita, hanno indotto gli operatori di mercato a rivedere al ribasso le proprie prospettive di inflazione (cfr. il grafico 13). Il tasso swap a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è diminuito di circa 50 punti base, raggiungendo il 2,1 per cento. Nel segmento a più lungo termine, il tasso swap indicizzato all'inflazione a cinque anni su un orizzonte quinquennale è sceso di circa 35 punti base, portandosi al 2,3 per cento, in calo dal massimo pluriennale raggiunto agli inizi di agosto, pur rimanendo su un livello storicamente elevato. Tuttavia, va osservato che le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché queste misure includono premi volti a compensare i rischi di inflazione. Le stime delle aspettative di inflazione effettive basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, sono diminuite moderatamente nel periodo in esame e indicano che anche gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) di ottobre 2023 condotta dalla BCE, dal lato delle

famiglie le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il prossimo anno sono rimaste invariate al 4,0 per cento; analogamente, le aspettative di inflazione relative all'orizzonte triennale si sono stabilizzate al 2,5 per cento.

Grafico 13

Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i tassi a termine degli swap indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro e il tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale per gli Stati Uniti. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 settembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 dicembre 2023.

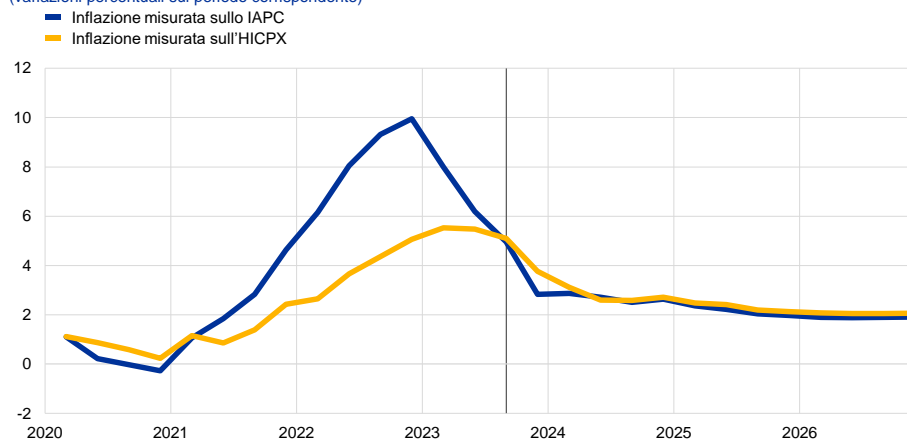
Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono un andamento discendente dell'inflazione, che passerebbe da una media del 5,4 per cento nel 2023 al 2,7 per cento nel 2024, al 2,1 per cento nel 2025 e all'1,9 per cento nel 2026 (cfr. il grafico 14).

Tale tendenza disinflazionistica verso l'obiettivo del 2 per cento riflette il calo dell'inflazione della componente energetica, l'impatto dell'orientamento restrittivo della politica monetaria, il progressivo venir meno delle pressioni inflazionistiche e delle strozzature dal lato dell'offerta, nonché il fatto che le aspettative di inflazione a più lungo termine restino ancorate. Nell'orizzonte temporale di proiezione ci si attende una moderazione della dinamica retributiva con il graduale esaurirsi degli effetti al rialzo esercitati dalla compensazione per l'inflazione, ma il costo del lavoro si sta ancora affermando quale determinante principale dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Gli utili dovrebbero indebolirsi nell'orizzonte di riferimento e attenuare la trasmissione del costo del lavoro. Rispetto all'esercizio dello scorso settembre, le proiezioni per l'inflazione complessiva sono state corrette al ribasso sia per il 2023 sia il 2024, rispettivamente di 0,2 e 0,5 punti percentuali, soprattutto a causa dei recenti dati inferiori alle attese e di ipotesi di minori prezzi delle materie prime energetiche. Tuttavia le proiezioni per l'inflazione complessiva rimangono invariate per il 2025.

Grafico 14

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2023*.

Note: la linea verticale indica l'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2026 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate alla fine di novembre e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 23 novembre 2023. Le serie storiche e i dati effettivi dell'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX hanno frequenza trimestrale.

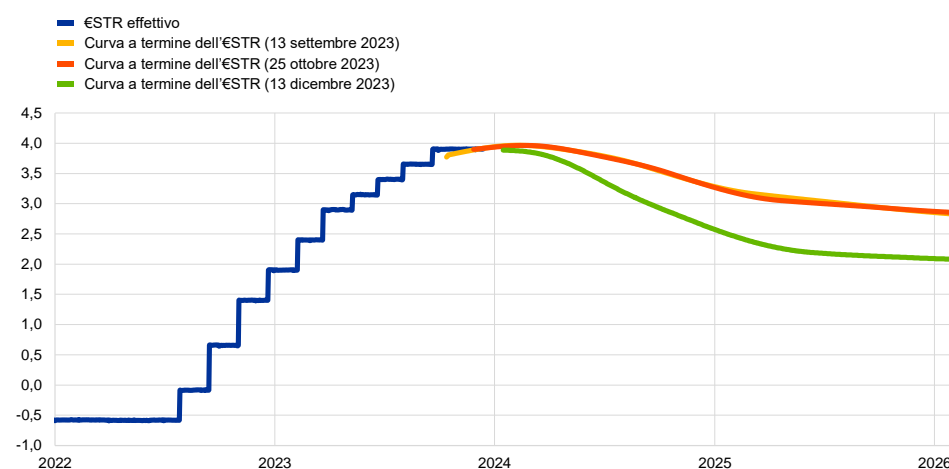
Nel periodo in esame, compreso tra il 14 settembre e il 13 dicembre 2023, gli andamenti dei mercati finanziari sono stati dominati dagli effetti di propagazione delle oscillazioni sostanziali dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi e dai dati sull'inflazione nell'area dell'euro, inferiore alle attese. Le aspettative sui tassi di riferimento dell'area dell'euro per le successive riunioni del Consiglio direttivo, incorporate nei tassi privi di rischio a breve termine, sono rimaste sostanzialmente stabili tra le riunioni di settembre e di ottobre. Ciò indica che gli operatori di mercato si attendevano che i tassi di riferimento raggiungessero il picco e rimanessero invariati per qualche tempo. Dopo la riunione di ottobre, le previsioni sui tassi di riferimento si sono spostate nettamente verso il basso, in quanto i valori dell'inflazione, inferiori alle attese, hanno creato l'aspettativa che la disinflazione potesse procedere a un ritmo più sostenuto del previsto. I tassi privi di rischio a più lungo termine si sono inizialmente mossi al rialzo, giacché gli incrementi dei tassi statunitensi di scadenze equivalenti si sono trasmessi all'area dell'euro. Successivamente, tali spostamenti si sono invertiti, in quanto i tassi statunitensi sono diminuiti e i valori dell'inflazione nell'area dell'euro sono risultati inferiori alle aspettative. Nel complesso, i tassi nominali privi di rischio a lungo termine nell'area dell'euro sono nettamente inferiori rispetto al periodo precedente la riunione di settembre. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti con un rapporto di circa uno a uno con i tassi privi di rischio e in modo pressoché uniforme in tutta l'area. I prezzi delle attività rischiose sono inizialmente scesi, per effetto dei tassi di sconto più elevati. Tuttavia, hanno abbondantemente recuperato in seguito al calo dei tassi e si sono attestati su livelli complessivamente superiori rispetto alla riunione di settembre. Infine, sui mercati dei cambi si è osservato un lieve deprezzamento dell'euro su base ponderata per l'interscambio.

L'inclinazione della curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo compreso tra le riunioni del Consiglio direttivo di settembre e ottobre, ma in seguito si è nettamente spostata verso il basso (cfr. il grafico 15). Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine €STR (euro short-term rate) è stato pari, in media, al 3,9 per cento, seguendo da vicino l'andamento del tasso sui depositi presso la banca centrale, che il Consiglio direttivo ha innalzato di 25 punti base (dal 3,75 al 4 per cento) nella riunione di politica monetaria del 14 settembre 2023. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 79 miliardi di euro, attestandosi a 3.584 miliardi di euro. Tale diminuzione è riconducibile, in larga misura, al rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e alla riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza. I tassi a termine OIS basati sull'€STR nel periodo relativo alle successive riunioni del Consiglio direttivo sono rimasti ampiamente stabili tra le riunioni di settembre e di ottobre. Ciò indica che gli operatori di mercato si attendevano che con l'innalzamento registrato a settembre il ciclo di rialzi avrebbe raggiunto il picco e che

i tassi di riferimento sarebbero rimasti sui livelli attuali per qualche tempo. Nel periodo successivo alla riunione di ottobre i tassi a termine hanno subito un netto ribasso, in quanto i valori dell'inflazione nell'area dell'euro, inferiori alle attese, uniti alle modeste prospettive di crescita, hanno comportato una rivalutazione delle prospettive di inflazione. La curva a termine del 13 dicembre incorporava una prima riduzione completa di 25 punti base nella primavera del 2024, la probabilità significativa di una riduzione per la riunione di marzo e ribassi cumulativi di circa 140 punti base nel corso del 2024.

Grafico 15 Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

I tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno registrato notevoli oscillazioni, riflettendo in larga misura gli spostamenti dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi, e sono in ultima analisi nettamente inferiori rispetto a quelli registrati prima della riunione di settembre (cfr. il grafico 16).

All'inizio del periodo in esame, i tassi a lungo termine privi di rischio sono aumentati in modo sostanziale: il tasso OIS in euro a dieci anni ha segnato un incremento di circa 30 punti base a metà ottobre rispetto al giorno precedente la riunione di settembre. La principale determinante di tale incremento sembrano essere gli effetti di propagazione provenienti dagli Stati Uniti, dove l'aumento dei tassi a lungo termine è stato più marcato rispetto ai valori registrati nell'area dell'euro.

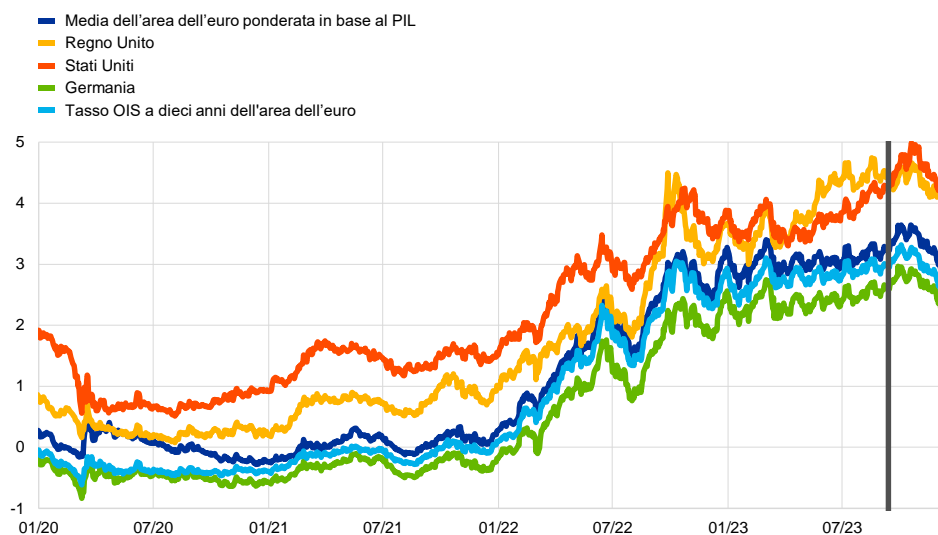
Successivamente, l'incremento dei tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro si è più che invertito, in quanto i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono scesi rispetto al picco massimo raggiunto, i valori dell'inflazione dell'area dell'euro hanno registrato un ribasso sorprendentemente superiore alle attese e le prospettive economiche si sono deteriorate. Il tasso OIS in euro a dieci anni si è infine attestato intorno al 2,4 per cento, ovvero circa 50 punti base al di sotto del livello registrato a metà settembre. Il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è diminuito di circa 25 punti base, attestandosi al 4 per cento, dopo aver fatto registrare un incremento di più di 70 punti base all'inizio del periodo in esame.

Il tasso equivalente nel Regno Unito è invece diminuito di circa 45 punti base, collocandosi a circa il 3,8 per cento.

Grafico 16

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Refinitiv ed elaborazioni della BCE.

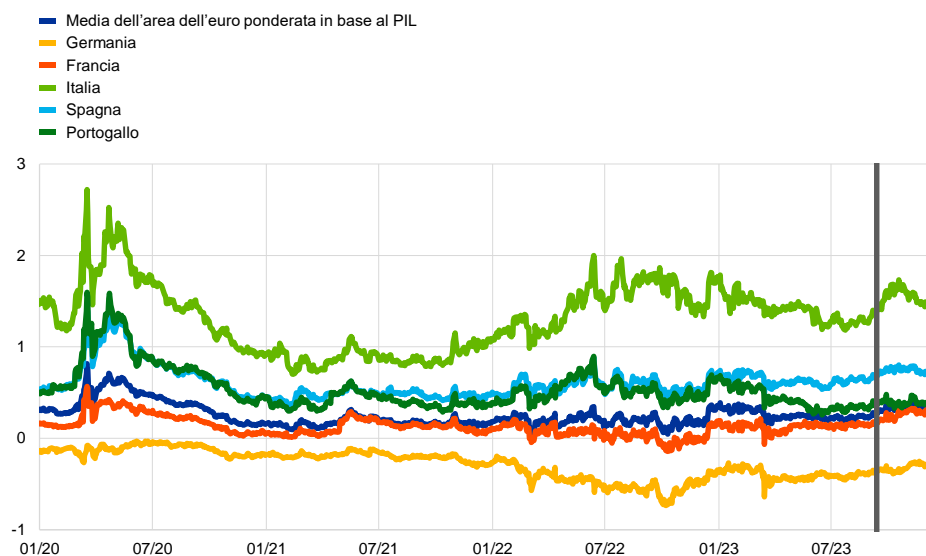
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (14 settembre 2023). Le ultime osservazioni si riferiscono al 13 dicembre 2023.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno registrato una flessione pressoché analoga a quella dei tassi privi di rischio e i differenziali sono rimasti quasi invariati (cfr. il grafico 17). Il rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro a dieci anni ponderato per il PIL è diminuito di circa 40 punti base, attestandosi al 2,8 per cento. Nel periodo in esame, il differenziale tra la media ponderata per il PIL dei titoli di Stato dell'area e il tasso OIS basato sull'€STR ha fatto registrare solo un lieve incremento. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro i differenziali sui rendimenti dei titoli di Stato hanno avuto un andamento molto simile. Unica eccezione è rappresentata dal differenziale sui titoli di Stato greci, che è diminuito di 10 punti base in quanto i rating del credito sovrano del paese sono stati elevati a investment grade. L'incremento registrato all'inizio del periodo in esame dal differenziale sui titoli di Stato italiani si è poi attenuato, in quanto le agenzie di rating hanno confermato le proprie valutazioni sull'Italia.

Grafico 17

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

(punti percentuali)



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 13 dicembre 2023.

I differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, in un contesto di maggiore propensione al rischio.

I differenziali sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento hanno seguito le variazioni dei tassi di interesse a lungo termine, facendo registrare un incremento significativo nella prima parte del periodo in esame e un successivo calo. Per contro, i differenziali sui rendimenti delle obbligazioni societarie di qualità più elevata (investment grade) hanno subito solo una moderata oscillazione nel periodo in esame. Tali andamenti sono in linea con la valutazione del rischio di credito per le società con rating inferiori, più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse. Tuttavia, in un'ottica di più lungo periodo (in particolare dall'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria intrapreso a dicembre 2021) i differenziali sui rendimenti delle obbligazioni societarie hanno registrato solo un incremento moderato. La capacità di tenuta del settore societario dell'area dell'euro ha contribuito a contenere i costi della provvista obbligazionaria.

I corsi azionari nell'area dell'euro sono aumentati nel periodo in esame, in quanto il persistente rally di novembre ha abbondantemente compensato le perdite accumulate in precedenza (cfr. il grafico 18).

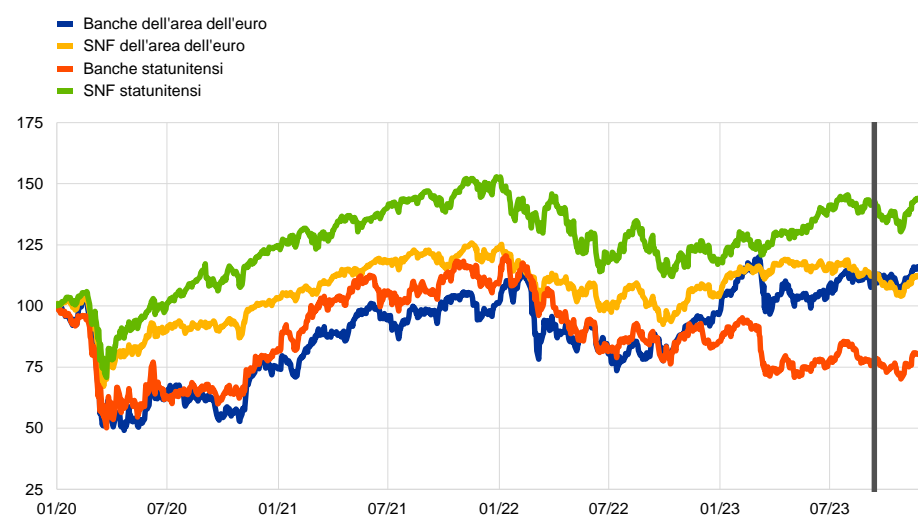
Nel complesso del periodo in esame, gli indici dei mercati azionari nell'area dell'euro sono aumentati del 4,3 per cento; a partire da novembre, hanno compensato le perdite accumulate fino alla fine di ottobre. Il clima di fiducia dei mercati è stato inizialmente debole, in quanto i tassi a lungo termine e l'incertezza geopolitica hanno gravato sulla performance dei mercati azionari, ma si è in seguito ripreso, grazie al calo del premio per il rischio azionario e dei tassi di interesse. Il settore bancario ha registrato risultati migliori e ha guadagnato il 6 per cento, in quanto la sua valutazione di mercato ha continuato

a beneficiare della distribuzione degli utili agli azionisti. Per contro, i corsi azionari delle società non finanziarie (SNF) sono aumentati solo del 2,6 per cento, pur mostrando una notevole eterogeneità settoriale. I settori sensibili ai tassi di interesse, come quelli tecnologico e immobiliare, hanno subito alcune tra le maggiori variazioni di prezzo nel periodo in esame. Negli Stati Uniti la performance dei mercati azionari ha seguito una traiettoria pressoché simile: l'indice generale è aumentato del 4,5 per cento e il settore bancario ha fatto registrare risultati migliori rispetto alle società non finanziarie.

Grafico 18

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

(indice: 1° gennaio 2020 = 100)



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 13 dicembre 2023.

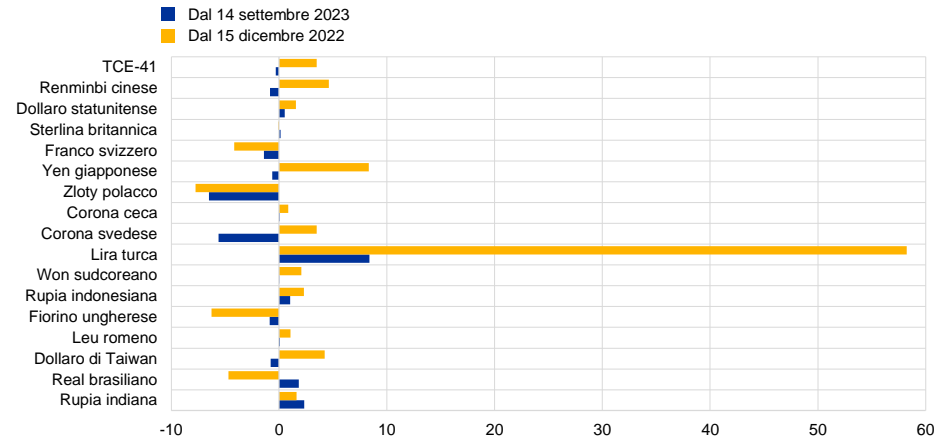
Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente deprezzato su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 19). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è deprezzato dello 0,3 per cento. Il moderato deprezzamento dell'euro cela alcune oscillazioni all'interno del periodo, rispecchiando le variazioni delle aspettative degli operatori di mercato riguardo ai tassi di riferimento, in particolare negli Stati Uniti. Quanto agli andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle valute dei principali partner commerciali, l'euro si è indebolito nei confronti del renminbi cinese (dello 0,9 per cento), del franco svizzero (dell'1,4 per cento) e nei confronti delle divise di alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (del 6,5 per cento rispetto allo zloty polacco e del 5,6 per cento rispetto alla corona svedese). Per contro, l'euro si è apprezzato nei confronti della rupia indiana (del 2,3 per cento), della lira turca (dell'8,4 per cento) nonché del dollaro statunitense (dello 0,5 per cento). Quest'ultimo apprezzamento riflette il venir meno delle aspettative sul mantenimento dei tassi di riferimento invariati per un periodo di tempo prolungato da parte della Federal Reserve. Inoltre, a metà novembre l'indice dei prezzi al consumo statunitense, inferiore alle aspettative, ha fornito un ulteriore sostegno all'euro, sebbene tale effetto sia stato in parte compensato dalle

successive stime sullo IAPC dell'area dell'euro, rivelatesi anch'esse inferiori alle attese.

Grafico 19

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

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 13 dicembre 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. A ottobre 2023 i costi della provvista bancaria e i tassi sui prestiti concessi dalle banche sono ulteriormente aumentati, raggiungendo i livelli più elevati da quasi 15 anni sia per le imprese sia per le famiglie. Nello stesso mese è aumentato anche il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF). Nel periodo compreso tra il 14 settembre e il 13 dicembre 2023 il costo per le SNF del finanziamento sia tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato sia del capitale di rischio è diminuito significativamente. L'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento, relativa al periodo aprile-settembre 2023, indica un inasprimento generalizzato delle condizioni di finanziamento per le imprese. La debolezza del credito bancario alle imprese e alle famiglie si è protratta in ottobre, riflettendo l'aumento dei tassi sui finanziamenti, la minore domanda di prestiti e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito. L'espansione dell'aggregato monetario ha continuato a contrarsi con tassi sui dodici mesi prossimi ai minimi storici, per effetto degli elevati costi opportunità, della modesta espansione del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema.

A ottobre 2023 i costi della provvista bancaria nell'area dell'euro hanno continuato a salire, trainati dagli ulteriori aumenti dei tassi sui depositi.

Il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro ha registrato in ottobre un aumento, raggiungendo il livello più elevato da oltre dieci anni e mostrando una maggiore eterogeneità tra paesi (cfr. il pannello a) del grafico 20). Mentre i rendimenti delle obbligazioni bancarie hanno iniziato a diminuire a novembre, rispecchiando l'andamento della curva dei rendimenti (cfr. il pannello b) del grafico 20), i tassi sui depositi hanno registrato aumenti costanti, con alcune variazioni a seconda degli strumenti e dei settori interessati. L'ampio e crescente differenziale tra il tasso sui depositi a termine e quello sui depositi a vista ha indotto i depositanti a spostare ingenti volumi di disponibilità overnight verso depositi a termine e altri strumenti maggiormente remunerativi. I tassi offerti alle imprese per detenere depositi a termine sono stati prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale e sono rimasti superiori a quelli per le famiglie. Inoltre, la trasmissione dei tassi di riferimento a quelli sui depositi ha continuato a variare significativamente tra le banche, riflettendo principalmente differenze derivanti dalla concorrenza, dalla durata finanziaria dell'attivo e del passivo e dalle disposizioni regolamentari.

La graduale revoca delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) ha svolto un effetto drenante in un contesto di liquidità ancora abbondante a livello di sistema. Dopo il regolamento del 20 dicembre 2023, l'ammontare complessivo dei fondi in essere nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) si è ridotto di 1.721 miliardi di euro, scendendo a 392 miliardi. Tale dato è inferiore dell'81 per

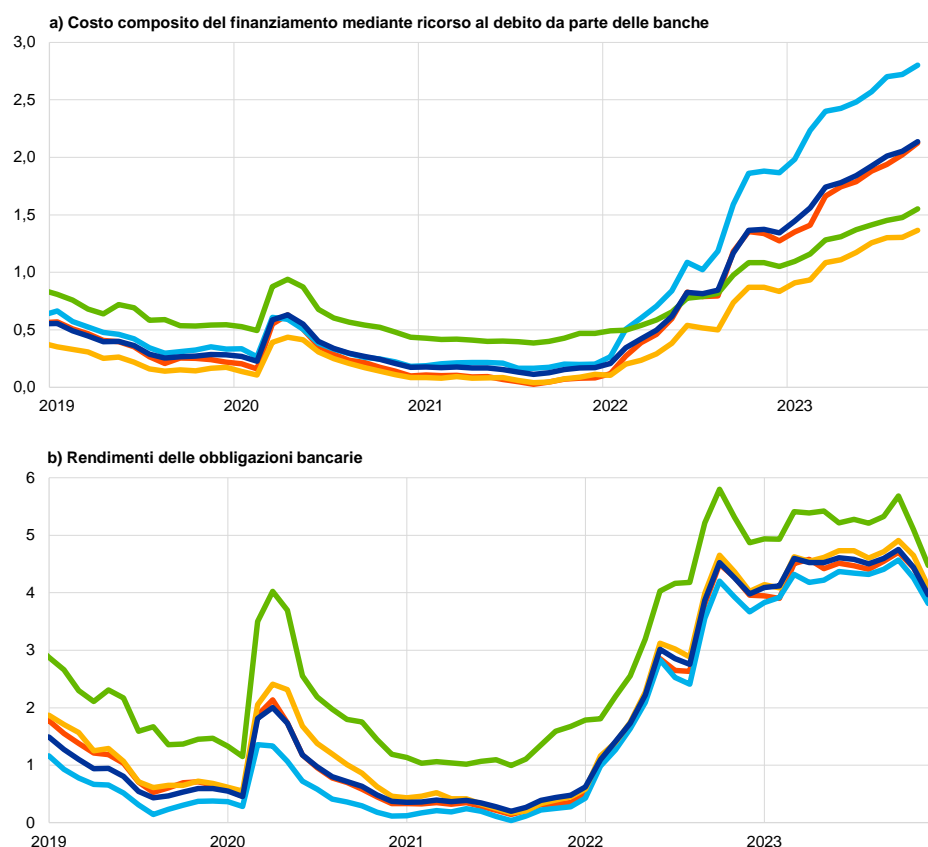
cento rispetto all'ammontare precedente alla ricalibrazione della remunerazione delle OMRLT-III avvenuta a ottobre 2022, pari a 2.113 miliardi di euro⁸. Per compensare la minore liquidità offerta dalla BCE, le banche hanno incrementato le emissioni di titoli di debito e di strumenti del mercato monetario 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 a un ritmo più sostenuto. L'emissione di obbligazioni bancarie, più onerosa per le banche rispetto ai depositi, è aumentata in termini di volume da settembre 2022, in un contesto caratterizzato dal rimborso graduale delle OMRLT e dal calo dei depositi a vista.

Grafico 20

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2023 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 13 dicembre 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

⁸ Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#) del 27 ottobre 2022.

Nonostante l'indebolimento del contesto economico, i bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi. Nella prima metà del 2023 le banche hanno continuato ad aumentare la propria capitalizzazione e mantenuto coefficienti patrimoniali ben al di sopra dei requisiti del coefficiente patrimoniale di capitale primario di classe 1 (CET1). Un sistema bancario ben capitalizzato è fondamentale per assicurare un'offerta sostenibile di credito all'economia reale in condizioni adeguate. Nonostante l'aumento dei costi della provvista bancaria, i minori volumi di prestiti e il peggioramento della qualità degli attivi, la redditività delle banche ha beneficiato di margini netti di interesse più elevati, in un contesto di notevole eterogeneità tra paesi. L'incremento del margine di interesse è parso evidente in modo particolare per le banche operanti in paesi caratterizzati dal predominio dei prestiti a tasso variabile e da un aumento più contenuto dei costi di provvista. I crediti deteriorati delle banche sono rimasti su livelli bassi nel secondo trimestre del 2023, ma i tassi di default sia sulle esposizioni delle imprese sia su quelle al dettaglio hanno già iniziato a risalire, preannunciando ulteriori aumenti di tali crediti. È possibile che le banche si trovino esposte al rischio di maggiori costi per accantonamenti qualora si concretizzino rischi per i settori non finanziari, indotti da condizioni economiche più deboli del previsto.

A ottobre 2023 i tassi sui prestiti a imprese e famiglie sono ulteriormente aumentati, riflettendo l'innalzamento dei tassi di riferimento della BCE e l'inasprimento dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso 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 netto aumento dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie nei paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 21). I tassi bancari sui nuovi prestiti alle SNF e alle famiglie hanno raggiunto il livello più elevato da quasi 15 anni, in un contesto di diminuzione dell'erogazione dei prestiti e di irrigidimento dei criteri di concessione del credito. Da maggio 2022, ossia prima che la BCE segnalasse il primo aumento dei tassi nell'attuale ciclo di inasprimento, i tassi sui prestiti a imprese e famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati rispettivamente di circa 350 e 210 punti base. A ottobre 2023 i tassi sui prestiti alle imprese sono saliti al 5,27 per cento, rispetto al 5,09 di settembre. Tale aumento ha interessato tutti i periodi di determinazione iniziale del tasso di interesse ed è stato il più ampio per quelli compresi tra uno e cinque anni. I tassi bancari sulle nuove erogazioni alle famiglie con finalità di consumo sono rimasti sostanzialmente invariati, al 7,90 per cento in ottobre. I tassi sui nuovi prestiti compresi nella categoria "altri prestiti alle famiglie", che include le imprese individuali, sono aumentati al 5,55 per cento in ottobre dal 5,38 di settembre. I tassi sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono aumentati solo lievemente, collocandosi in ottobre al 3,91 per cento, rispetto al 3,89 di settembre. Questo minore tasso di incremento riflette la fase avanzata del ciclo di inasprimento e i crescenti volumi di prestiti rinegoziati, che hanno spinto al ribasso i tassi sui nuovi prestiti in alcuni paesi dell'area dell'euro⁹. È stato inoltre più marcato per i mutui a tasso variabile rispetto ai prestiti a tasso fisso, in un contesto di eterogeneità tra paesi. I risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#)

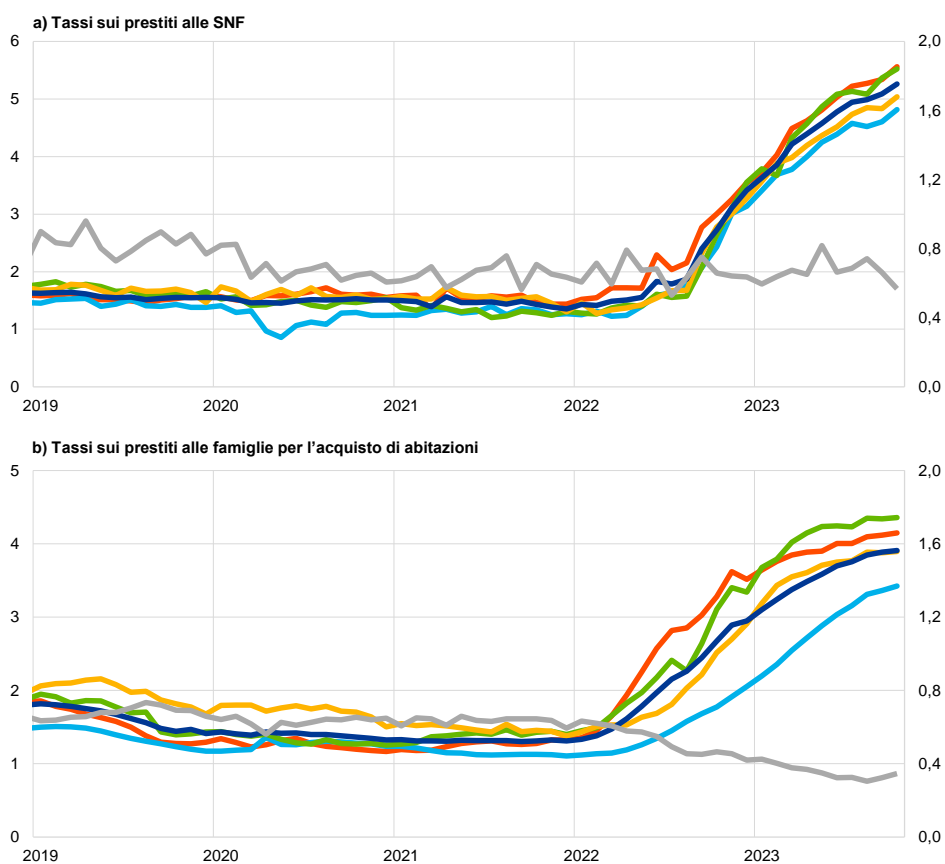
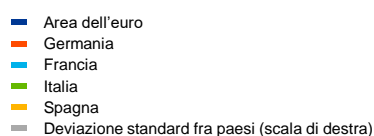
⁹ L'obiettivo delle negoziazioni sui prestiti è agevolare il mutuatario nel far fronte ai pagamenti futuri e garantire che il mutuante venga alla fine rimborsato.

condotta dalla BCE e riferita a ottobre 2023 indicano che i consumatori si attendono tassi sui mutui ipotecari stabili e lievemente al di sopra dei livelli attuali nei prossimi dodici mesi. Un'ampia percentuale netta dei partecipanti all'indagine ha percepito un inasprimento dei criteri di concessione del credito e prevede, per lo stesso periodo, maggiori difficoltà nell'ottenimento di prestiti per l'acquisto di abitazioni. La dispersione dei tassi sui prestiti tra paesi si è mantenuta su un livello basso sia per le imprese sia per le famiglie (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 21).

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonte: BCE.

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

Nel periodo compreso tra il 14 settembre e il 13 dicembre 2023 il costo per le SNF sia del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato sia del capitale di rischio è diminuito significativamente. In ottobre il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, ha raggiunto un massimo pluriennale, toccando livelli non più osservati dalla seconda metà del 2010 a seguito

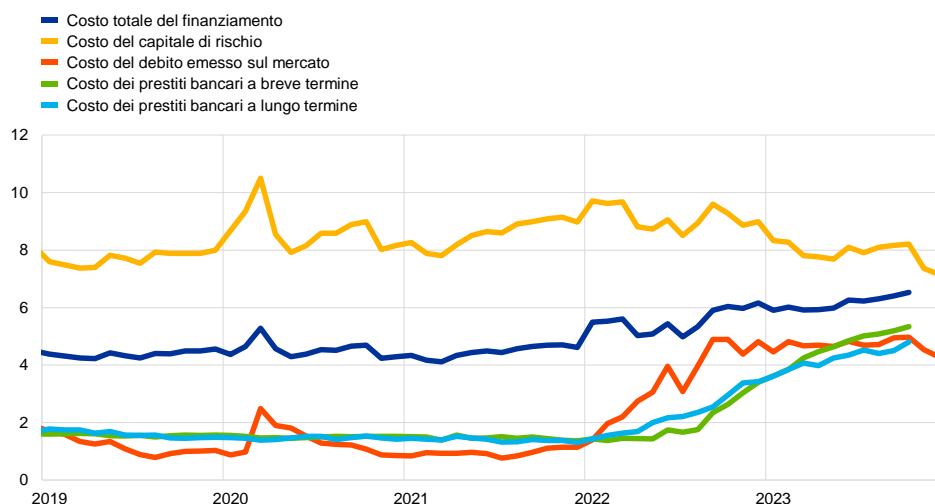
dell'aumento di 11 punti base rispetto al mese precedente, e collocandosi al 6,54 per cento (cfr. il grafico 22)¹⁰. Tale incremento è principalmente riconducibile a un aumento del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine.

Tuttavia, nell'insieme del periodo di riferimento (dal 14 settembre al 13 dicembre 2023), sono diminuiti sia il costo del capitale di rischio sia quello del debito emesso sul mercato. La flessione del costo del finanziamento con capitale di rischio è stata determinata dal calo sia del premio per il rischio azionario sia del tasso a lungo termine privo di rischio (approssimato dal tasso overnight index swap a dieci anni). Il calo del costo dell'emissione di debito sul mercato è stato pressoché identico a quello del tasso privo di rischio, dato che i differenziali sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. la sezione 4).

Grafico 22

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo totale 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 emesso sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 13 dicembre 2023 (dati giornalieri); i dati sul costo totale del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a ottobre 2023 (dati mensili).

Le imprese hanno continuato a segnalare, nel periodo compreso tra aprile e settembre 2023, un diffuso aumento dei tassi di interesse e di altri costi del finanziamento bancario (cfr. l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento). Nell'edizione più recente dell'indagine, in termini netti, l'86 per cento delle imprese ha segnalato un aumento dei tassi di interesse bancari, rispetto all'87 per cento nella precedente edizione (cfr. il grafico 23). Allo stesso tempo, il 58 per cento netto delle imprese (livello storicamente elevato e in crescita rispetto al precedente 53 per cento) ha segnalato un aumento degli altri costi di finanziamento (ovvero oneri, commissioni e provvigioni). Più in generale, le grandi imprese hanno segnalato tassi di interesse più elevati, mentre l'incremento degli altri

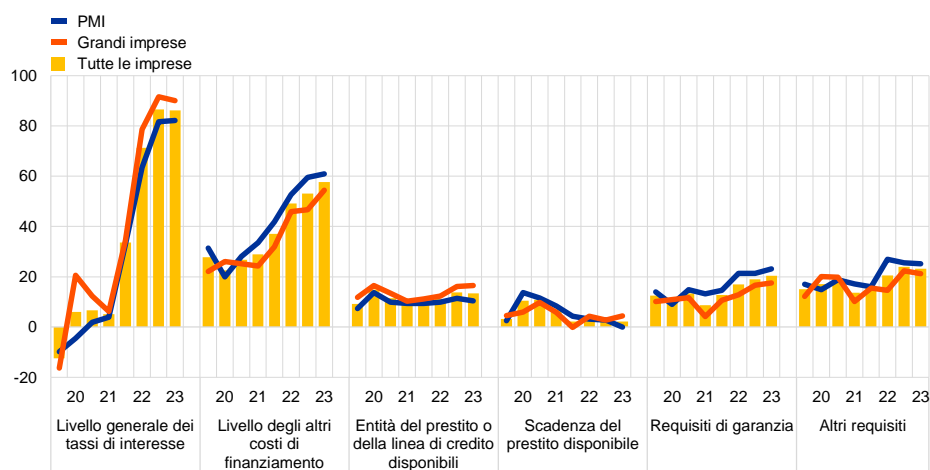
¹⁰ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a ottobre 2023.

costi dei finanziamenti bancari è stato segnalato in prevalenza dalle piccole e medie imprese (PMI). In termini netti, le imprese hanno anche segnalato requisiti di garanzia più stringenti. Nonostante l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, poche imprese hanno segnalato ostacoli all'ottenimento di un prestito bancario.

Grafico 23

Modifiche dei termini e delle condizioni applicati ai finanziamenti bancari per le imprese nell'area dell'euro

(percentuali nette di intervistati)



Fonte: indagine della BCE sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE). Note: PMI sta per "piccole e medie imprese". I dati si basano sulle imprese che hanno richiesto prestiti bancari (inclusi prestiti agevolati), linee di credito o scoperti di conto corrente bancario o carta di credito. Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento di un dato fattore e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine comprese tra 22a (ottobre 2019-marzo 2020) e la 29a (aprile-settembre 2023).

Le imprese hanno inoltre segnalato un ulteriore moderato ampliamento del proprio fabbisogno finanziario e si attendevano una contrazione futura della disponibilità di gran parte delle fonti di finanziamento esterno. Nell'area

dell'euro il fabbisogno di finanziamento esterno (la differenza fra la variazione della domanda di tale finanziamento e quella dell'offerta per la totalità degli strumenti finanziari) è risultato pari all'8 per cento (in rialzo dal 6 per cento nella precedente edizione dell'indagine). Un numero maggiore di grandi imprese rispetto alle PMI ha segnalato un aumento del fabbisogno finanziario, riconducibile alla domanda più sostenuta di gran parte degli strumenti finanziari. In prospettiva, le imprese risultano lievemente più pessimiste riguardo alla disponibilità di finanziamento esterno nei prossimi sei mesi. Di riflesso all'attuale inasprimento delle condizioni di prestito, il 18 per cento netto delle imprese si attende un ulteriore deterioramento dell'accesso ai prestiti bancari nei prossimi sei mesi, mentre i dati corrispondenti per linee di credito e titoli di debito sono pari rispettivamente al 15 e al 17 per cento. In confronto alle grandi imprese, un numero maggiore di PMI si attende un inasprimento delle condizioni accesso sia al credito bancario sia alle linee di credito. Per contro, la percentuale di imprese che prospettavano un deterioramento della disponibilità di titoli di debito è stata maggiore per le grandi imprese che per le PMI.

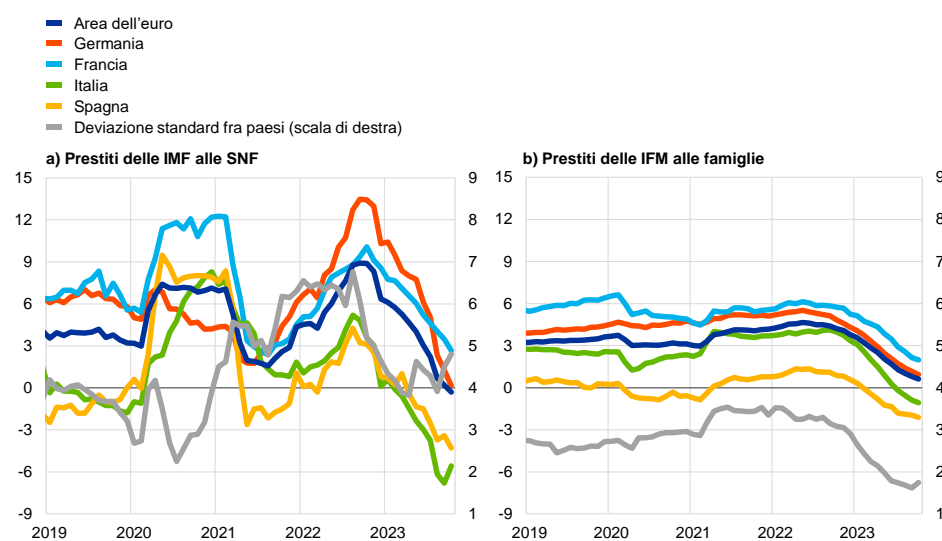
La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF è entrata in territorio negativo a ottobre 2023. Questo tasso di crescita è sceso a -0,3 per cento a ottobre dallo 0,2 di

settembre (cfr. il pannello a) del grafico 24), in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi e scadenze. Il rallentamento ha rispecchiato il brusco calo della domanda di prestiti, dovuto in parte all'aumento dei tassi di interesse debitori e alle connesse riduzioni dei piani di spesa, e dell'offerta di prestiti, come suggerito dall'ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito nel terzo trimestre del 2023. La dinamica di breve periodo è rimasta contenuta, come reso implicito dai flussi mensili, che sono stati in media negativi nei tre mesi fino a ottobre. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie sui dodici mesi è sceso allo 0,6 per cento a ottobre, dallo 0,8 di settembre (cfr. il pannello b) del grafico 24), in un contesto di prospettive negative del mercato immobiliare, di ulteriore inasprimento dei criteri per la concessione del credito e di tassi sui prestiti più elevati. Il calo è riconducibile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni e ai prestiti alle imprese individuali (ossia quelle piccole e senza personalità giuridica), mentre 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. La dinamica di breve periodo non mostra praticamente alcun nuovo prestito netto negli ultimi tre mesi.

Grafico 24

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 ottobre 2023.

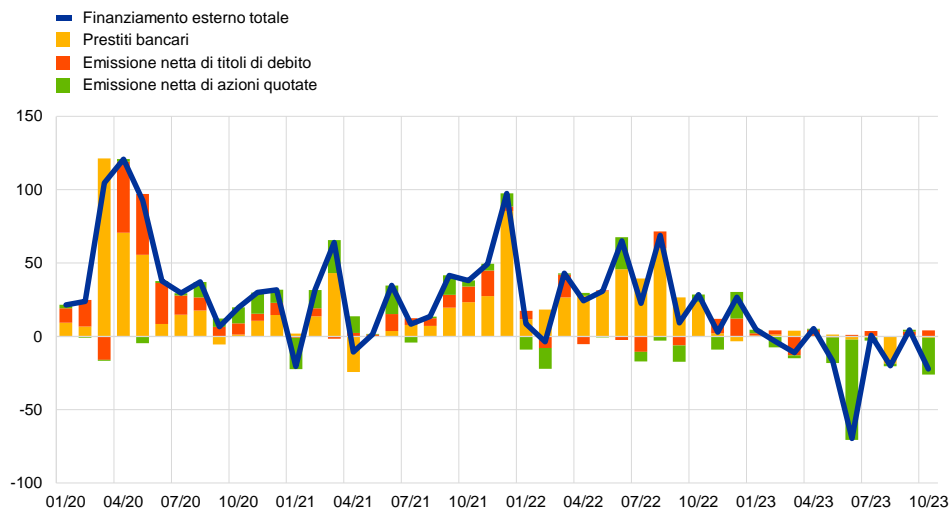
La crescita del finanziamento esterno netto delle imprese dell'area dell'euro è stata debole nel terzo trimestre del 2023 e a ottobre, di riflesso ai bassi livelli di finanziamento mediante ricorso al debito. Il tasso di crescita del finanziamento esterno netto sui dodici mesi è sceso dallo 0,5 per cento di giugno 2023 al -0,7 di ottobre (cfr. il grafico 25). A differenza dei precedenti episodi di debole dinamica dei prestiti, l'emissione di obbligazioni societarie non ha compensato il calo dei prestiti bancari. L'emissione di azioni quotate è stata complessivamente modesta e le

società hanno anche effettuato operazioni di riacquisto di azioni proprie per accrescere i rendimenti degli azionisti.

Grafico 25

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

(flussi mensili; miliardi di euro)



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

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

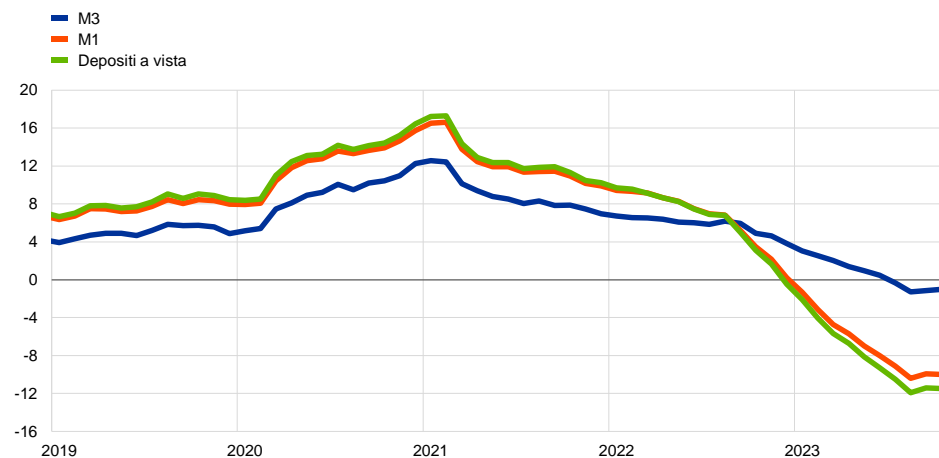
La riallocazione dei depositi a vista verso depositi a termine si è intensificata in ottobre.

Il tasso di crescita dei depositi a vista sui dodici mesi ha continuato a diminuire a livelli in doppia cifra, collocandosi al -11,5 per cento a ottobre, in calo dal -11,4 di settembre (cfr. il grafico 26). L'aumento dei tassi di interesse si è tradotto in un ampio e crescente differenziale tra i depositi a termine e quelli overnight, giacché 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, in linea con i precedenti cicli di inasprimento. Ciò ha accresciuto il costo opportunità di detenere attività liquide e sta determinando l'attuale riallocazione dei fondi dai depositi a vista verso quelli a termine. Per quanto riguarda le famiglie, a ottobre si è registrato il maggiore spostamento mensile dai depositi a vista verso quelli a termine dall'inizio del ciclo di inasprimento. Le imprese hanno effettuato tale spostamento a un ritmo più sostenuto, come nella prima metà del 2023.

Grafico 26

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 ottobre 2023.

A ottobre 2023 la crescita della moneta ha continuato a contrarsi, con tassi sui dodici mesi prossimi ai recenti minimi storici, per effetto degli elevati costi opportunità, della modesta espansione del credito e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema. In ottobre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro si è collocata al -1,0 per cento, in rialzo dal -1,2 di settembre (cfr. il grafico 26). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1) è diminuita a tassi a due cifre, con una dinamica complessiva in fase di contrazione, rafforzata da riallocazioni di portafoglio. A ottobre essa si è collocata al -10,0 per cento, in lieve calo dal -9,9 di settembre. Come nei mesi precedenti, la riduzione del bilancio dell'Eurosistema e le acquisizioni di obbligazioni bancarie da parte di detentori di moneta hanno continuato a esercitare un effetto di contrazione sulle dinamiche monetarie. Inoltre, i rimborsi delle OMRLT e il più elevato costo opportunità per i depositanti di detenere attività liquide stanno inducendo le banche a emettere obbligazioni con scadenze più lunghe, non comprese in M3. Allo stesso tempo, la dinamica monetaria è stata sostenuta in misura crescente dagli acquisti di titoli di Stato da parte di banche e investitori esteri, che si sono tradotti in un'iniezione di nuova moneta nel sistema, e da un crescente avanzo di conto corrente, che ha determinato maggiori afflussi monetari dal resto del mondo.

6 Andamenti della finanza pubblica

Nelle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema si stima che nell'area dell'euro il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche sia migliorato moderatamente nel 2023 e si prevede un andamento analogo anche nel 2024. A ciò seguirebbero ulteriori miglioramenti solo marginali nel 2025 e 2026. Sostanzialmente in linea con questi andamenti, è probabile che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro abbia subito un inasprimento modesto nel 2023, che diventerebbe poi più significativo nel 2024. Nel corso del biennio successivo è atteso un inasprimento ulteriore, ma molto contenuto. Nell'orizzonte temporale di proiezione il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dovrebbe scendere in misura soltanto marginale, dall'89 per cento stimato nel 2023 a circa l'88 per cento nel 2026, rappresentando un rallentamento del calo osservato dopo i picchi della pandemia. 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 volte ad accrescere la produttività dell'economia dell'area dell'euro e a ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. È importante che gli Stati membri raggiungano in tempi rapidi un accordo sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà lentamente nell'intero orizzonte temporale di proiezione¹¹.

Il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro, secondo le proiezioni, dovrebbe scendere al 3,1 per cento del PIL nel 2023, per poi proseguire la flessione fino al 2,8 per cento del PIL nel 2024, al 2,7 nel 2025 e al 2,6 nel 2026 (cfr. il grafico 27). Ci si attende che tale andamento sia trainato principalmente da saldi primari corretti per gli effetti del ciclo negativi più contenuti, mentre la componente ciclica dovrebbe mantenersi piuttosto stabile nell'orizzonte di proiezione. Nello stesso periodo la spesa per interessi aumenterebbe lievemente secondo le proiezioni, ma l'aumento sarebbe moderato rispetto a quello dei tassi di interesse di mercato, in quanto la trasmissione sarebbe graduale, per effetto delle lunghe vite residue dei debiti sovrani, la cui media nell'area dell'euro attualmente si colloca appena al di sotto degli 8 anni (in crescita dai 6,5 anni nel 2015). Il calo del disavanzo primario corretto per gli effetti del ciclo, concentrato nel 2023 e 2024, è determinato in larga misura dal ridimensionamento delle misure di sostegno di bilancio adottate dai governi, dovuto all'attenuarsi dell'inflazione elevata e dello shock dell'energia. Attualmente si stima che, a livello dell'area dell'euro, tali misure ammonterebbero all'1,3 per cento del PIL nel 2023, riducendosi significativamente

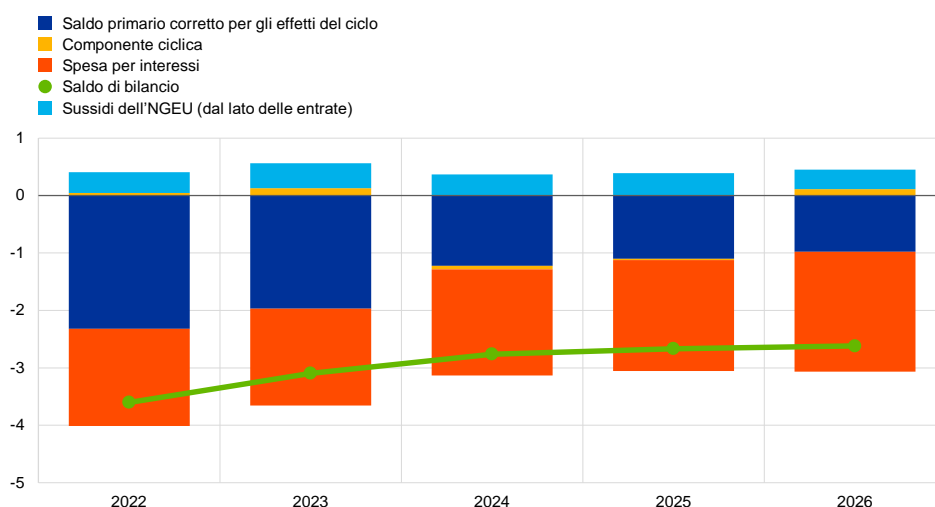
¹¹ Cfr. [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2023](#) pubblicate sul sito Internet della BCE il 14 dicembre 2023.

fino a toccare lo 0,4 per cento del PIL nel 2024 e poi ulteriormente, a circa lo 0,1 nel 2025 e 2026. Tale miglioramento nel saldo primario corretto per gli effetti del ciclo si deve anche alla recente sentenza della Corte costituzionale federale tedesca in merito all'utilizzo dei crediti dell'emergenza e all'impatto sulla regola del "freno al debito". Riguardo a tale impatto permane, tuttavia, dell'incertezza, considerato che il bilancio federale tedesco per il 2024 non è ancora stato finalizzato.

Grafico 27

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.

Note: il saldo primario corretto per gli effetti del ciclo tiene conto dei sussidi del Next Generation EU (NGEU) dal lato delle entrate. I dati si riferiscono all'aggregato delle amministrazioni pubbliche di tutti i 20 paesi dell'area dell'euro (compresa la Croazia).

Rispetto all'esercizio di settembre 2023 condotto dagli esperti della BCE, le proiezioni vedono un miglioramento marginale del saldo di bilancio, pari a 0,1 punti percentuali, nel 2023, nessuna variazione nel 2024 e un aumento moderato, di 0,3 punti percentuali, nel 2025. Tali revisioni possono essere ricondotte a una correzione al rialzo della componente ciclica nell'intero orizzonte di proiezione (di 0,4 punti percentuali all'anno), compensata quasi per intero da un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo più negativo nel 2023 e nel 2024.

Nell'anno successivo, tuttavia, tale compensazione si verifica solo in misura minore. Il contributo della spesa per interessi rimane invariato nell'orizzonte temporale di proiezione.

L'intonazione delle politiche di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe diventare moderatamente più restrittiva nell'orizzonte temporale di proiezione,

in particolare nel 2024¹². La variazione annuale del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, al netto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU), indica un significativo inasprimento complessivo delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2023 e 2024, con la graduale revoca di gran parte delle misure di sostegno introdotte nel 2022 per fare fronte agli shock energetico e inflazionistico. Se tuttavia si tenesse conto di queste ultime misure, più recenti, così come delle misure passate, incluse quelle adottate in risposta al diffondersi della pandemia nel 2020, il livello di sostegno di bilancio nell'area dell'euro dovrebbe confermarsi in larga misura accomodante nell'intero orizzonte temporale di proiezione. Tale valutazione complessiva resta pressoché inalterata anche alla luce del lieve inasprimento dell'orientamento di bilancio previsto per il 2025 e il 2026.

Secondo le proiezioni, il rapporto tra debito pubblico e PIL nell'area dell'euro dovrebbe rimanere al di sopra del livello precedente la pandemia, scendendo solo lentamente dall'88,7 per cento del PIL stimato nel 2023 all'88,1 nel 2026.

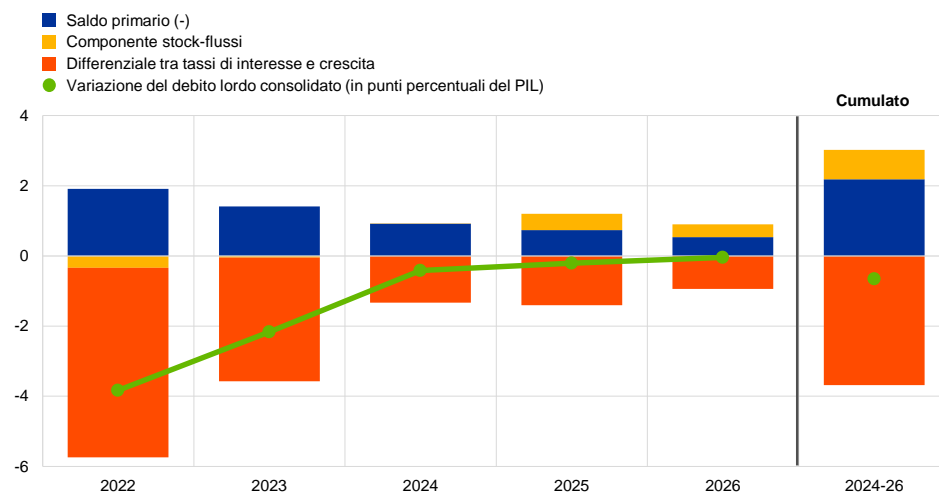
Il rapporto debito/PIL è aumentato di circa 13 punti percentuali, raggiungendo circa il 97 per cento nel 2020, ma da allora è gradualmente diminuito e si stima che continui a scendere nell'orizzonte di proiezione, sebbene a un ritmo significativamente più lento. Tale calo è dovuto principalmente alla riduzione dei differenziali, che si confermano tuttavia negativi, fra i tassi di interesse e la crescita del PIL in termini nominali, in parte compensati dal perdurare dei disavanzi primari e da valori positivi della componente stock-flussi attesi nella seconda metà dell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 28).

¹² L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche di bilancio all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Nel presente documento è misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse con le sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, in questo contesto tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

Grafico 28

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.

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

Con il venir meno dello shock legato all'energia, 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.

Nella sua [dichiarazione](#) del 7 dicembre l'Eurogruppo ha esortato gli Stati membri a revocare gradualmente eventuali misure significative ancora in vigore, al più presto nel 2024, e a impiegare i relativi risparmi per ridurre il disavanzo. L'Eurogruppo ha ritenuto che, sebbene le politiche dovrebbero rimanere flessibili in considerazione dell'incertezza prevalente, nel 2024 sarebbe opportuno adottare un orientamento di bilancio restrittivo nel complesso per l'area dell'euro, al fine di rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici ed evitare di alimentare pressioni inflazionistiche. Oltre a ciò, sarà importante che le politiche di bilancio mirino ad accrescere la produttività dell'economia dell'area e a ridurre gradualmente l'elevato debito pubblico. Tale obiettivo potrà essere conseguito al meglio all'interno di un solido quadro di riferimento europeo per il coordinamento e la sorveglianza delle politiche economiche e di bilancio. Nel suo [parere](#) del 5 luglio 2023 su una proposta di riforma della governance economica dell'Unione la BCE aveva esortato i legislatori dell'UE a raggiungere un accordo quanto prima e al più tardi entro la fine del 2023¹³.

¹³ Il 21 dicembre 2023, dunque dopo la riunione del Consiglio direttivo di dicembre oggetto di questo numero del Bollettino, il Consiglio europeo ha raggiunto un [accordo](#) sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE, che apre la strada ai negoziati a tre che coinvolgono la Commissione, il Consiglio e il Parlamento europeo.

Riquadri

1 Le condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense e le reazioni dei mercati internazionali alla politica monetaria degli Stati Uniti

a cura di Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu e Peter McQuade

Il mercato dei titoli del Tesoro statunitense è il mercato dei titoli di Stato più grande e liquido al mondo. Con oltre 25.000 miliardi di dollari di titoli in circolazione, tale mercato è utilizzato per finanziare il governo degli Stati Uniti e svolge un ruolo centrale nell'attuazione della politica monetaria del Federal Reserve System. I titoli del Tesoro sono inoltre un parametro di riferimento fondamentale sia per il finanziamento del settore privato interno statunitense sia per i mercati internazionali. Pertanto, le variazioni delle condizioni di liquidità in questo mercato possono avere conseguenze rilevanti per i mercati finanziari mondiali.

Di recente, la liquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense è diminuita per effetto di una combinazione di diversi fattori. Nel pannello a) del grafico A è rappresentata l'evoluzione della liquidità del mercato obbligazionario di alcune economie avanzate, compreso il mercato dei titoli del Tesoro statunitense, misurata dal differenziale "spline", ovvero l'errore medio di adattamento in una curva dei rendimenti. Tale differenziale viene utilizzato come valore approssimativo dell'entità delle opportunità di arbitraggio in un mercato obbligazionario, con valori più elevati associati a una minore liquidità del mercato¹. Negli ultimi anni, il regolare funzionamento del mercato dei titoli del Tesoro statunitense è stato messo alla prova in diverse occasioni, in particolare a marzo 2020, all'inizio della pandemia. Più di recente, l'inasprimento della politica monetaria (compreso il minore assorbimento dei titoli del Tesoro da parte del Federal Reserve System, come mostra la linea blu nel pannello b) del grafico A), unito a un'elevata incertezza riguardo all'inflazione e alla crescita, hanno probabilmente contribuito al calo di liquidità e accresciuto la sensibilità dei mercati dei titoli di Stato negli Stati Uniti e a livello mondiale².

¹ La liquidità è anche inversamente correlata alla volatilità in quanto, a parità di altre condizioni, i market maker ampliano i differenziali denaro-lettera e presentano una profondità inferiore al fine di gestire l'incremento del rischio associato all'assunzione di una posizione quando la volatilità è elevata. Cfr. Fleming, M., "How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?", *Liberty Street Economics*, 17 ottobre 2023.

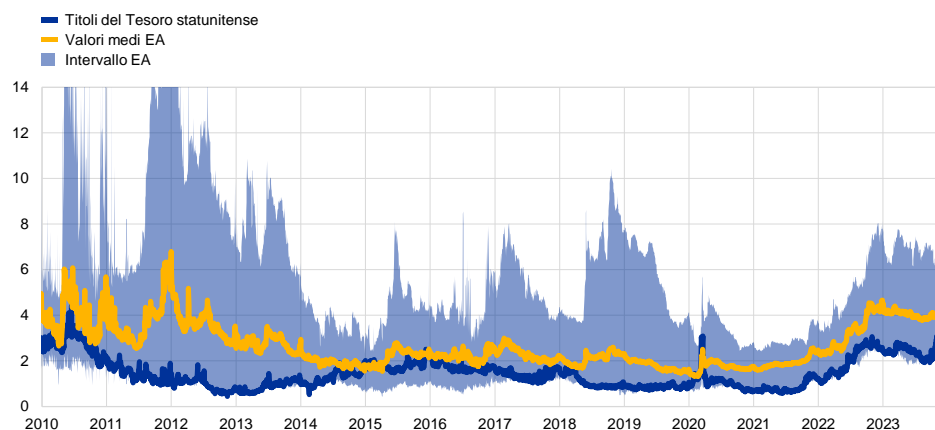
² Per maggiori dettagli sui fattori che contribuiscono alla scarsa liquidità attuale, cfr. [Quarterly Review](#), Banca dei regolamenti internazionali (BRI), settembre 2023; [Global Financial Stability Review](#), Fondo monetario internazionale, ottobre 2023, capitolo 1; e Duffie, D., "Dealer Capacity and US Treasury market functionality", *BIS Working Papers*, n. 1138, BRI, ottobre 2023.

Grafico A

Andamenti della liquidità nei mercati dei titoli di Stato

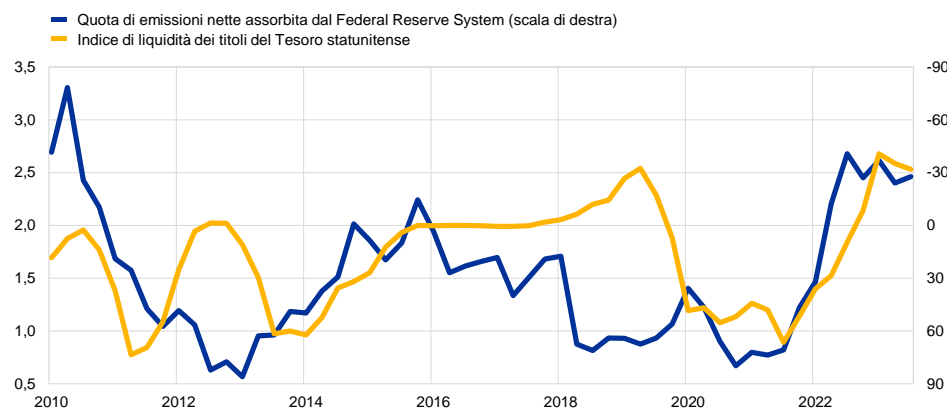
a) Differenziali spline sui titoli del Tesoro statunitense e sui titoli di Stato di altre importanti economie avanzate

(in percentuale)



b) Differenziali spline dei titoli del Tesoro statunitense e assorbimento delle emissioni da parte del Federal Reserve System

(scala di sinistra: valori indice; scala di destra: percentuali (invertita))



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

Note: pannello a): il differenziale "spline" della curva dei rendimenti misura la somma dei valori assoluti della deviazione tra la curva dei rendimenti osservata e una interpolazione mediante spline cubica. Tale indicatore rileva la presenza di opportunità di arbitraggio, una caratteristica dei mercati illiquidi, ed è uno dei diversi indicatori di liquidità del mercato che sono in genere strettamente correlati tra loro. Un ampliamento del differenziale indica una minore liquidità. Altre economie avanzate (EA) comprendono Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Spagna. Nel periodo compreso tra il 2011 e il 2012 i valori massimi del differenziale spline hanno raggiunto i 25 punti base ma, per motivi di leggibilità, il dato non è riportato nel grafico. Pannello b): la quota di emissione netta assorbita dal Federal Reserve System è calcolata come media dei quattro trimestri. L'indice di liquidità mostra l'errore medio di rendimento sull'universo dei titoli del Tesoro statunitense e delle obbligazioni con vita residua pari o superiore a un anno. La scala di destra è invertita in modo tale che i valori più elevati indicano un minore assorbimento delle emissioni di titoli del Tesoro statunitense. Ultime osservazioni: pannello a): 15 dicembre 2023; pannello b): terzo trimestre del 2023.

L'attività dei fondi a leva finanziaria nel mercato dei contratti future sui titoli del Tesoro statunitense potrebbe inoltre amplificare la sensibilità del mercato alle nuove informazioni. Le posizioni corte nette dei fondi a leva finanziaria nel mercato dei contratti future sui titoli emessi dal Tesoro statunitense hanno raggiunto livelli storicamente elevati di circa 650 miliardi di dollari, di cui circa 300 miliardi con scadenza a due anni (cfr. il grafico B)³. Ciò potrebbe essere riconducibile a diverse

³ I fondi a leva finanziaria sono generalmente hedge fund le cui strategie possono comportare l'assunzione di posizioni definitive o l'arbitraggio tra i mercati e all'interno degli stessi. Una posizione corta in un contratto future su obbligazioni è redditizia se il prezzo dell'obbligazione cala.

strategie di negoziazione, quali la negoziazione su base “cash-futures” o la negoziazione direzionale, che scommettono sugli aumenti dei tassi⁴. Sebbene tale attività possa, in linea di principio, contribuire a mantenere la liquidità nel mercato a pronti dei titoli del Tesoro, potrebbe altresì esacerbare la sensibilità del mercato⁵.

Grafico B

Posizioni speculative dei fondi a leva finanziaria sui contratti future su titoli del Tesoro statunitense

Posizione netta sui contratti future su titoli del Tesoro statunitense

(miliardi di dollari)



Fonti: Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la somma delle posizioni nette dei fondi a leva finanziaria sui contratti future su titoli del Tesoro statunitense con scadenza a due, cinque e dieci anni. Le posizioni nette fanno riferimento alla differenza tra il valore delle posizioni lunghe e il valore delle posizioni corte.

Ultima osservazione: 15 dicembre 2023.

L’impatto di uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti sui prezzi delle obbligazioni può variare a seconda delle condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense. L’analisi empirica valuta se le condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense possono essere rilevanti per l’intensità dell’impatto di tale shock sul mercato obbligazionario. L’assetto empirico si concentra sull’impatto degli shock della politica monetaria statunitense in quanto questi ultimi sono generalmente una determinante importante delle condizioni finanziarie su scala internazionale. Per stimare come gli effetti sui mercati obbligazionari variano in base alle condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense si utilizzano metodi di proiezioni locali. Si analizzano due tipi di dipendenza dallo stato. Il primo approccio valuta se l’impatto della politica monetaria statunitense varia in funzione del livello di liquidità del

⁴ La negoziazione su base cash-futures comporta l’assunzione di una posizione corta sui contratti future su titoli del Tesoro, una posizione lunga sulle disponibilità liquide del Tesoro e il ricorso a prestiti sul mercato dei pronti contro termine per finanziare l’operazione. Si tratta di un tipo di negoziazione associata alla grave illiquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense, nota come “corsa alla liquidità”, osservata a marzo 2020. Cfr. Vissing-Jorgensen, A., “The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 124, novembre 2021, pagg. 19-47; e Schrimpf, S., Shin, H.S. e Sushko, V., “Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis”, *BIS Bulletin*, n. 2, BRI, aprile 2020.

⁵ Ad esempio, una maggiore sensibilità potrebbe essere correlata al fatto che queste strategie di negoziazione sono generalmente caratterizzate da elevati livelli di leva finanziaria ed esposte alle variazioni dei tassi dei pronti contro termine e ai margini sui contratti future. Cfr. anche Avalos, F. e Sushko, V., “Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures”, *BIS Quarterly Review*, BRI, settembre 2023, riquadro A; e Barth, D., Kahn, R.J. e Mann, R., “Recent Developments in Hedge Funds’ Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade “Back”?”, *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, agosto 2023.

mercato dei titoli del Tesoro misurato dal differenziale “spline”, vale a dire lo scarto tra la curva dei rendimenti osservata e una curva di interpolazione spline (come illustrato nel grafico A). Il secondo approccio valuta se l’effetto della politica monetaria degli Stati Uniti varia in funzione delle dimensioni delle posizioni nette dei fondi a leva finanziaria sui contratti future su titoli del Tesoro (come illustrato nel grafico B). Gli shock della politica monetaria statunitense sono identificati in un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (BVAR) giornaliero con restrizioni di segno e sono calibrati su una contrazione media di 10 punti base del rendimento dei titoli del Tesoro con scadenza a dieci anni nell’arco di una settimana⁶. La stima delle proiezioni locali tiene conto delle variazioni della volatilità dei mercati azionari e dell’attività economica e comprende una variabile dummy per il periodo della pandemia.

L’analisi suggerisce che l’impatto di uno shock della politica monetaria statunitense è maggiore quando la liquidità del mercato è bassa o quando le posizioni corte a leva finanziaria sono ampie. L’effetto di uno shock della politica monetaria statunitense sui rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni è maggiore quando la liquidità del mercato dei titoli del Tesoro è relativamente bassa (cfr. il pannello a) del grafico C)⁷. Ciò è in linea con i risultati di studi precedenti che ipotizzano che i mercati finanziari tendono a diventare più sensibili alle informazioni quando la liquidità del mercato è limitata⁸. Analogamente, l’effetto di uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti sui rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni tende a essere maggiore quando le posizioni corte nette dei fondi a leva finanziaria sui contratti future su titoli del Tesoro sono relativamente ampie (cfr. il pannello b) del grafico C)⁹. Gli intervalli di confidenza al 68 per cento degli effetti stimati si sovrappongono in qualche misura, indicando che, mentre la sensibilità dei mercati agli shock varia da uno stato all’altro, la differenza degli effetti non è sempre significativa.

⁶ Per ulteriori dettagli sul modello BVAR giornaliero, cfr. Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., “[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)”, *Working Paper Series*, n. 2560, BCE, maggio 2021.

⁷ Quando la liquidità è bassa, uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti di entità corrispondente a un impatto medio di 10 punti base sul rendimento dei titoli del Tesoro con scadenza a dieci anni si traduce, dopo una settimana, in un aumento di circa 13 punti base dei rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni. Tuttavia, quando la liquidità del mercato è relativamente elevata, è pari a circa 7 punti base.

⁸ Cfr., ad esempio, Guimaraes, R., Pinter, G. e Wijnandts, J.C., “[The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#)”, *Staff Working Papers*, n. 1045, Bank of England, ottobre 2023; de Vette, N., Klaus, B., Kordel, S. e Sowiński, A., “[Why market and funding liquidity matter and how they interact](#)”, *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2023, Special Feature A, sezione 2; e Adrian, T. e Shin, H.S., “[Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#)”, *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 14, n. 1, Federal Reserve Bank di New York, gennaio/febbraio 2008.

⁹ Le stime indicano un aumento di circa 12 punti base dei rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni in risposta a uno shock di politica monetaria quando le posizioni corte nette dei fondi a leva finanziaria sono ampie, rispetto a un aumento di circa 9 punti base quando le posizioni corte sono relativamente contenute.

Grafico C

Impatto di uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti in base alle condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense

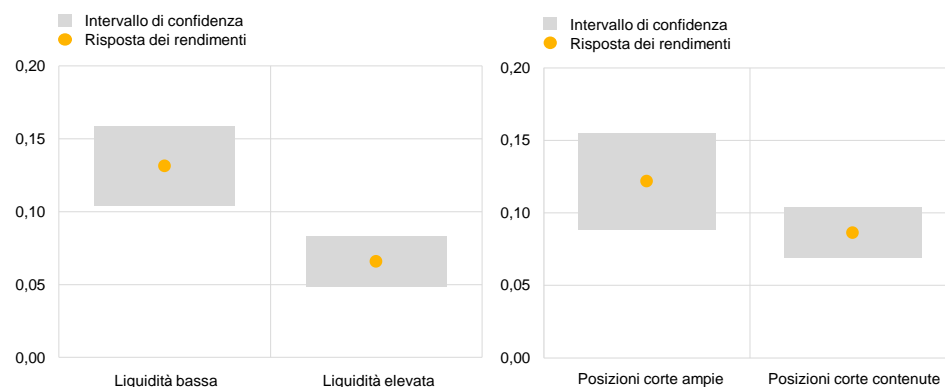
Risposta stimata dei rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni in funzione di:

a) liquidità del mercato dei titoli del Tesoro

b) posizioni corte nette dei titoli del Tesoro

(in punti percentuali)

(in punti percentuali)



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

Note: i pallini gialli rappresentano la stima media della risposta a uno shock di politica monetaria dei rendimenti dei titoli del Tesoro con scadenza a due anni. Lo shock corrisponde a una contrazione di circa 10 punti base del rendimento dei titoli del Tesoro con scadenza a dieci anni nell'arco di una settimana ed è stimato utilizzando un modello BVAR giornaliero con una combinazione di restrizioni di segno e di grandezza relativa. Le reazioni all'impulso sono mostrate al momento dell'impatto e sono stimate utilizzando proiezioni locali che tengono conto della dipendenza dallo stato (secondo quanto indicato in Ramey, V. e Zubairy, S., "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, vol. 126(2), aprile 2018, pagg. 850-901), ipotizzando che il parametro gamma di transizione di stato sia pari a 2. La stima utilizza dati settimanali rilevati nel periodo compreso tra il 2010 e il 2023, che tengono conto dell'attività economica, delle condizioni di finanziamento, dei tassi di interesse e dell'incertezza del mercato (misurati dall'indice Citigroup Economic Surprise, dal differenziale tra i tassi dei titoli del Tesoro statunitense con scadenza a due e a dieci anni, dall'indice delle condizioni finanziarie e dagli indici VIX e MOVE) e comprende una variabile dummy della crisi relativa all'insorgere della pandemia per il periodo compreso tra febbraio e maggio 2020. Gli stati sono definiti sulla base della liquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense (pannello a) e delle posizioni nette dei fondi a leva finanziaria sui contratti future su titoli del Tesoro statunitense (pannello b)). Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza al 68 per cento basati su errori standard calcolati applicando la procedura Newey-West. Ultima osservazione: settembre 2023.

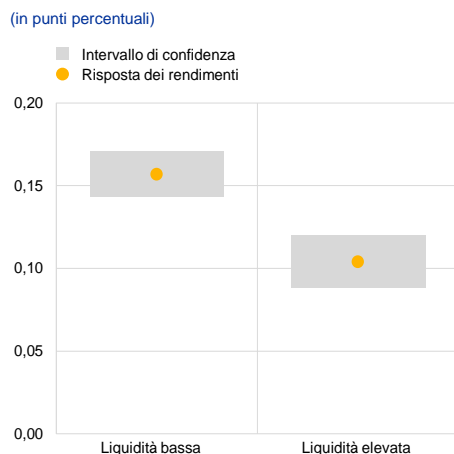
I risultati dimostrano inoltre che le condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense possono amplificare le reazioni dei mercati obbligazionari di altri paesi alla politica monetaria degli Stati Uniti. L'effetto di uno shock della politica monetaria statunitense sui mercati obbligazionari di altre economie avanzate risulta leggermente più ampio quando le condizioni di liquidità dei mercati dei titoli del Tesoro statunitense sono più restrittive del solito (cfr. i pannelli a) e b) del grafico D)¹⁰. Ciò potrebbe essere correlato al ruolo significativo di tali titoli in diverse strategie di negoziazione e determinazione dei prezzi di riferimento, nonché al fatto che un deterioramento della liquidità dei mercati statunitensi potrebbe inoltre essere collegato al calo della liquidità globale del mercato.

¹⁰ Uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti è associato all'aumento di circa 16 punti base dei rendimenti esteri a lungo termine e di circa 3 punti base dei tassi esteri a breve termine quando la liquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense è più restrittiva del solito; in confronto ai circa 10 e 1 punti base, rispettivamente, in condizioni di liquidità normali.

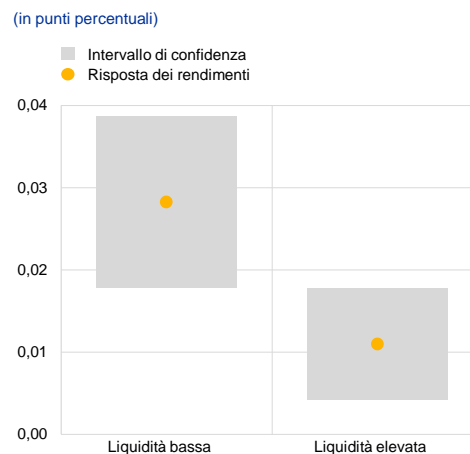
Grafico D

Risposta stimata dei rendimenti dei titoli di altre economie avanzate a uno shock della politica monetaria degli Stati Uniti in base alle condizioni di liquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense

a) Risposta dei rendimenti con scadenza a lungo termine



b) Risposta dei tassi a breve termine



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

Note: i pallini gialli rappresentano la stima media della risposta a uno shock di politica monetaria statunitense dei rendimenti con scadenza a lungo termine (pannello a) e dei tassi a breve termine (pannello b)) delle economie avanzate. Lo shock corrisponde a una contrazione di circa 10 punti base del rendimento dei titoli del Tesoro statunitense con scadenza a dieci anni nell'arco di una settimana ed è stimato utilizzando un modello BVAR giornaliero, con una combinazione di restrizioni di segno e di grandezza relativa. Le reazioni all'impulso sono mostrate a distanza di una settimana e sono stimate, per il periodo compreso tra il 2010 e il 2023, utilizzando proiezioni locali che tengono conto della dipendenza dallo stato. Le stime dei coefficienti delle proiezioni locali riportate sono subordinate allo stato del mercato dei titoli del Tesoro statunitense. Lo stato della liquidità del mercato dei titoli del Tesoro statunitense è definito utilizzando un valore approssimativo basato sugli errori di rendimento medi derivanti da una curva interpolata dei titoli. I controlli aggiuntivi comprendono l'indice di volatilità del mercato azionario VIX, gli indici Citi Economic Surprise statunitense e internazionale e i ritardi della variabile dipendente. Le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza al 68 per cento basati su errori standard calcolati applicando la procedura Newey-West.

Ultima osservazione: settembre 2023.

Complessivamente, l'analisi empirica indica che le reazioni alla politica monetaria statunitense dei mercati obbligazionari, sia interni sia internazionali, possono essere più intense in determinate condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense. Tali risultati potrebbero spiegare parte delle correzioni, relativamente ampie, dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitense osservate nel corso del 2023, poiché il calo di liquidità nel mercato di tali titoli potrebbe essere uno dei fattori che hanno contribuito ad aumentare la sensibilità dei rendimenti. I risultati empirici mostrano inoltre il legame tra le condizioni del mercato dei titoli del Tesoro statunitense e la maggiore sensibilità dei mercati obbligazionari alla politica monetaria.

a cura di Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe e Denise Rößler

La relazione tra andamenti geopolitici e prezzi del petrolio non è evidente.

Dal punto di vista storico non si riscontra una relazione chiara tra prezzi del petrolio ed eventi geopolitici, quali l'emergere di tensioni tra paesi o gli attacchi terroristici. Ad esempio, immediatamente dopo gli attentati dell'11 settembre, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono aumentate del 5 per cento (pari a circa cinque volte la variazione giornaliera media del prezzo del Brent tra il 2000 e il 2023). Nell'arco di 14 giorni, tuttavia, il prezzo è sceso di circa il 25 per cento per effetto dei timori di un indebolimento della domanda di petrolio. Quando a febbraio 2022 la Russia ha invaso l'Ucraina, le quotazioni del Brent sono aumentate di quasi il 30 per cento nel corso delle prime due settimane successive all'invasione. Nondimeno, i prezzi sono poi nuovamente diminuiti, tornando ai livelli precedenti l'invasione dopo circa otto settimane. Più di recente i corsi del Brent sono saliti di circa il 4 per cento dopo gli attacchi terroristici in Israele del 7 ottobre 2023, stabilizzandosi successivamente¹. Adottando una prospettiva più ampia, il grafico A mette in relazione l'indice di rischio geopolitico (geopolitical risk, GPR) mondiale elaborato da Caldara e Iacoviello (2022) con il logaritmo del prezzo del greggio di qualità Brent². L'indice è costruito applicando metodi di analisi testuale agli articoli di giornale e monitorando la quantità di notizie riguardanti gli eventi connessi alle tensioni geopolitiche a livello mondiale³. I picchi dell'indice, che colgono i principali eventi geopolitici, non sono regolarmente associati a corsi petroliferi più elevati o più volatili. Al contrario, dopo molti eventi, i prezzi del petrolio permangono deboli per diversi mesi.

¹ A distanza di un mese il prezzo del Brent era pari a 79 dollari al barile, al di sotto del livello osservato il giorno precedente gli attacchi.

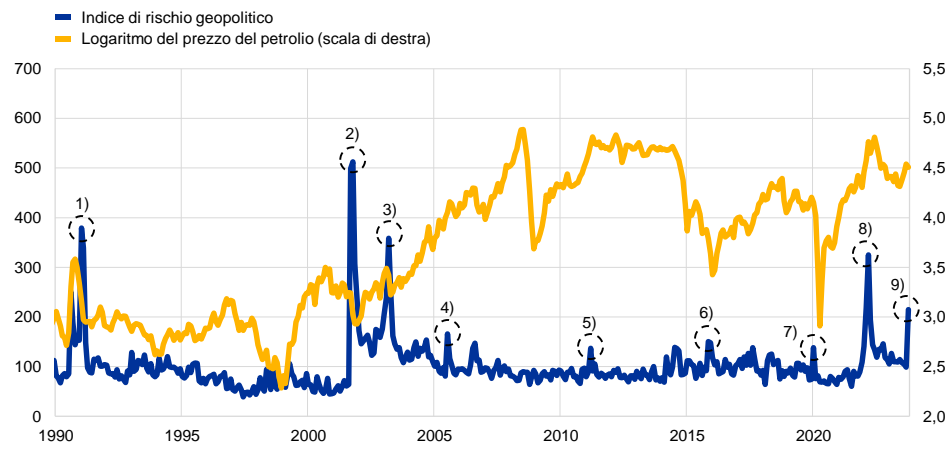
² Cfr. Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 112, n. 4, 2022, pagg. 1194-1225.

³ L'indice è basato su dieci quotidiani (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* e *The Washington Post*) ed è elaborato calcolando, per ogni mese, il numero di articoli dedicati a eventi geopolitici avversi pubblicati su ciascun giornale (in percentuale del numero totale degli articoli). È costruito in maniera separata per l'economia mondiale e per 44 paesi.

Grafico A

Prezzi del petrolio e rischio geopolitico dal 1990

(scala di sinistra: indice, scala di destra: logaritmo del prezzo del greggio di qualità Brent)



Fonti: Haver, Caldara e Iacoviello (2022) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2023. I picchi numerati si riferiscono ai seguenti eventi geopolitici: 1) guerra del Golfo; 2) attacchi terroristici dell'11 settembre; 3) invasione dell'Iraq; 4) attacco terroristico a Londra; 5) primavera araba e guerra civile in Libia; 6) attacco terroristico a Parigi; 7) attacco all'ambasciata statunitense in Iraq; 8) invasione russa dell'Ucraina; 9) guerra Israele-Hamas.

Gli shock geopolitici possono incidere sui prezzi del petrolio attraverso una contrazione dell'attività economica o un aumento dei rischi per l'offerta di materie prime.

In linea di principio i prezzi delle materie prime e del petrolio possono risentire del rischio geopolitico attraverso due canali principali. In primo luogo, l'acuirsi delle tensioni geopolitiche agisce da shock negativo dal lato della domanda mondiale, dal momento che tali tensioni accrescono l'incertezza in merito alle prospettive economiche; ciò ha effetti sfavorevoli su consumi e investimenti compromettendo, verosimilmente, il commercio internazionale. L'insieme di questi fattori determina una contrazione dell'attività economica mondiale, che in ultima istanza frena la domanda e i prezzi del petrolio a livello globale. Si tratta del cosiddetto canale dell'attività economica. In secondo luogo, il canale del rischio comporta la possibilità che i mercati finanziari incorporino nei prezzi rischi più elevati per l'offerta futura di petrolio in misura aggiuntiva rispetto allo shock geopolitico in corso. Ciò accresce il valore corrente dei contratti petroliferi detenuti, noto anche come rendimento di convenienza, esercitando pressioni al rialzo sui prezzi del Brent⁴. Questi due canali muovono i mercati del petrolio in direzioni opposte e quale dei due prevalga è un problema empirico. Tra gli ulteriori fattori di disturbo figura l'eventualità che i produttori di petrolio decidano di modificare la propria produzione al fine di stabilizzare i prezzi.

In media uno shock geopolitico mondiale esercita pressioni al ribasso sul prezzo del petrolio. La reazione dei corsi petroliferi, misurata dalla varietà Brent, agli shock geopolitici mondiali può essere individuata con un modello VAR, escludendo la risposta dei produttori di petrolio e tenendo conto dell'attività mondiale

⁴ Cfr. Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. e van den Goorbergh, R., "An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia", *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 69, n. 1, 2014, pagg. 453-482.

e del ciclo finanziario⁵. Il modello considera il periodo compreso tra gennaio 2000 e ottobre 2023 ed è stimato con metodi bayesiani⁶. Il grafico B mostra le reazioni iniziali e quelle stimate a tre mesi del prezzo del Brent a uno shock geopolitico pari a una deviazione standard, che corrisponde a circa un decimo del valore ipotizzato dall'indice all'indomani degli attacchi dell'11 settembre (punto giallo nel grafico, riferito a uno shock di rischio geopolitico mondiale). Le elasticità stimate indicano che è necessario un lasso di tempo perché gli shock geopolitici a livello mondiale abbiano un impatto sui prezzi del Brent, che inizialmente rimangono stabili (l'elasticità non è significativamente diversa da zero), per poi diminuire di circa l'1,2 per cento dopo un trimestre. Ciò suggerisce che, nella reazione dei mercati petroliferi, prevale il canale dell'attività economica (conseguenze indirette della più elevata incertezza sulla domanda)⁷. In altri termini, gli shock geopolitici mondiali comportano di norma rischi al ribasso per i corsi petroliferi.

⁵ Gli shock sono individuati attraverso l'ordinamento di Cholesky, con la collocazione dell'indice GPR al primo posto, come in Caldara e Iacoviello, op. cit. L'ordinamento implica che qualsiasi correlazione contemporanea tra variabili economiche e indice GPR riflette l'effetto degli eventi geopolitici sulle variabili economiche, piuttosto che il contrario. Caldara e Iacoviello forniscono numerose conferme di questa ipotesi di esogeneità.

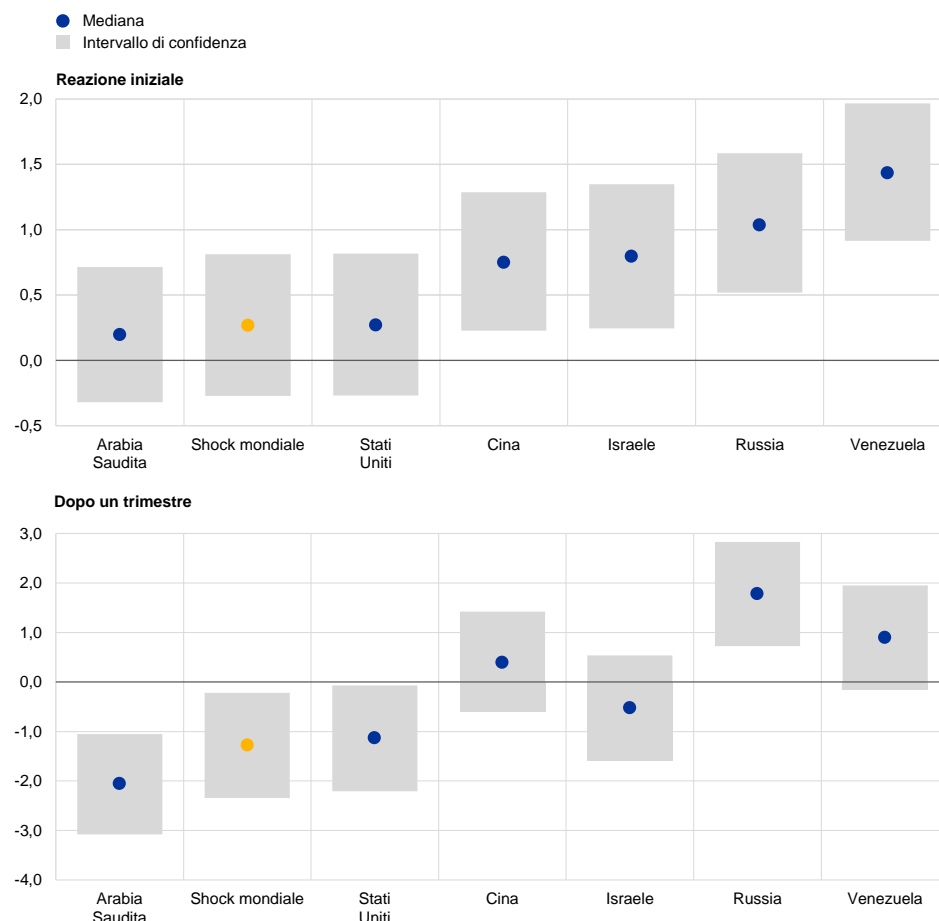
⁶ Nello specifico il modello VAR comprende 12 ritardi di cinque variabili mensili: l'indice GPR mondiale, il (logaritmo del) prezzo del petrolio di qualità Brent, il (logaritmo della) produzione industriale mondiale, il (logaritmo del) prezzo del mercato azionario statunitense e il rendimento a due anni per cogliere il ciclo finanziario mondiale. Il modello è stimato utilizzando metodi bayesiani e una distribuzione a priori standard di tipo Minnesota. I risultati sono confermati anche tenendo conto della pandemia di COVID-19 come in Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, 2022, pagg. 688-699. Il campione è relativo al periodo compreso tra gennaio 2000 e ottobre 2023.

⁷ Nello stesso orizzonte temporale la produzione industriale mondiale segna una contrazione di circa lo 0,1 per cento e le quotazioni azionarie si riducono dello 0,5 per cento.

Grafico B

Stime delle reazioni dei corsi petroliferi agli shock geopolitici specifici per paese e mondiali

(in percentuale)



Fonti: Haver, Caldara e Iacoviello (2022) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra la reazione del prezzo del petrolio di qualità Brent a uno shock di rischio geopolitico pari a una deviazione standard. Gli shock sono identificati come in Caldara e Iacoviello (2022), stimando modelli VAR specifici per paese in cui si utilizza l'ordinamento di Cholesky e l'indice GPR è collocato al primo posto. Ciascun modello VAR include un indice GPR specifico per paese, la produzione industriale mondiale, il prezzo del petrolio di qualità Brent, l'indice del mercato azionario interno e il rendimento a due anni negli Stati Uniti. Tutte le variabili che escludono l'indice e il rendimento a due anni figurano nei logaritmi. Il campione si riferisce al periodo compreso tra gennaio 2000 e ottobre 2023. I paesi sono ordinati in base all'entità della risposta iniziale.

L'impatto degli shock geopolitici, tuttavia, varia da paese a paese, a seconda dell'origine degli shock in questione.

Le tensioni originate dai principali produttori di petrolio oppure dai paesi che rivestono un ruolo strategico nella distribuzione dei prodotti petroliferi potrebbero incidere in maniera diversa sui mercati del petrolio. Se i paesi coinvolti nelle tensioni geopolitiche rappresentano una quota esigua dell'economia mondiale è improbabile che vi sia un effetto significativo sulla crescita a livello globale; ciò tenderebbe a limitare il canale dell'attività economica tramite il quale si trasmettono gli shock geopolitici. Se invece i paesi interessati sono produttori di rilievo nei mercati mondiali del petrolio, i rischi dal lato dell'offerta di greggio potrebbero generare significative pressioni al rialzo sui prezzi. Questa ipotesi può essere verificata stimando la reazione dei prezzi del Brent a shock geopolitici specifici per paese e non mondiali. A tal fine, il grafico B riporta anche le elasticità stimate del prezzo del petrolio a fronte di shock geopolitici che hanno avuto

origine in alcuni dei più importanti paesi produttori di petrolio (Stati Uniti, Arabia Saudita, Russia e Cina), in Venezuela (paese detentore delle più ampie riserve di petrolio) e in Israele (che non produce petrolio, ma svolge un ruolo chiave nello scenario politico del Medio Oriente)⁸. Le stime segnalano variazioni significative nelle risposte osservate nei vari paesi e ciò fa ipotizzare che non tutti gli shock geopolitici si equivalgano. Gli shock riferiti agli Stati Uniti si comportano in maniera simile agli shock globali: inizialmente la reazione è trascurabile, per poi diventare negativa dopo un trimestre, nella misura del -1,1 per cento. Ciò non sorprende se si considera il ruolo fondamentale che gli Stati Uniti svolgono nell'economia mondiale. Quando si analizzano shock provenienti da altre fonti, le reazioni sono diverse. Gli shock riferiti all'Arabia Saudita continuano a provocare una contrazione, suggerendo che gli andamenti geopolitici in tale paese rispecchiano gli andamenti a livello mondiale⁹. Tuttavia, le tensioni geopolitiche riferibili a Cina, Israele, Russia e Venezuela esercitano pressioni al rialzo sul prezzo del Brent, con un aumento immediato compreso fra lo 0,8 e l'1,5 per cento¹⁰. Per questi paesi, il canale del rischio prevale in modo evidente: i prezzi del petrolio aumentano perché gli operatori si attendono interruzioni delle forniture di greggio in futuro.

Le pressioni sui prezzi del petrolio derivanti da shock geopolitici avversi in genere sono di breve durata, con elasticità che, per la maggior parte dei paesi, perdono significatività dopo un trimestre¹¹. Nella maggior parte dei paesi le pressioni sui prezzi dovute agli shock geopolitici si rivelano di breve durata, attenuandosi man mano che i timori per l'offerta futura di petrolio vengono meno¹². Tuttavia, gli effetti sui prezzi possono durare più a lungo, in funzione della durata delle tensioni geopolitiche nel campione esaminato o di fattori specifici riconducibili ai singoli paesi. Nel complesso, i riscontri empirici suggeriscono che gli shock geopolitici possono avere implicazioni diverse a seconda dei paesi interessati. Il recente intensificarsi dell'incertezza geopolitica mette in luce la necessità di individuare la natura degli shock geopolitici per discernere gli effetti che questi ultimi determinano sui prezzi del petrolio e sull'inflazione.

⁸ Altri due importanti produttori di petrolio, Iran e Iraq, sono esclusi perché per essi non sono disponibili indici specifici per paese. Israele è invece incluso in quanto vicino più prossimo dell'Iran, in termini geopolitici, giacché le tensioni in Israele spesso coinvolgono anche l'Iran. In questo caso, le elasticità sono elaborate sostituendo l'indice mondiale con uno degli indici specifici per paese. Il modello VAR tiene conto degli andamenti macroeconomici a livello locale e mondiale, e utilizza l'indice come strumento interno per individuare gli shock geopolitici specifici per paese.

⁹ Gli indici GPR mondiali e per l'Arabia Saudita sono fortemente correlati.

¹⁰ I risultati relativi a Israele potrebbero cogliere il potenziale coinvolgimento dell'Iran, uno dei principali produttori di petrolio, nelle tensioni geopolitiche.

¹¹ Per quanto riguarda la Russia, dopo un trimestre i mercati del petrolio continuano a risentire degli shock geopolitici, in quanto i prezzi permangono più elevati del 2 per cento. Nel caso dell'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, ciò potrebbe rispecchiare l'imposizione dell'embargo sulle importazioni di petrolio dalla Russia.

¹² Ciò è probabilmente dovuto alla breve durata delle tensioni geopolitiche o al fatto che il petrolio viene offerto da altri produttori. I dati non sembrano avvalorare la spiegazione alternativa secondo cui la domanda mondiale si contrae dopo gli shock geopolitici registrati a livello regionale in tali economie, giacché la risposta del prodotto mondiale solitamente è trascurabile nei modelli VAR specifici per paese.

3 Il prodotto potenziale nei periodi caratterizzati da shock temporanei dal lato dell'offerta

a cura di Guzmán González-Torres, José Emilio Gumiel e Béla Szörfi

In base alle stime elaborate dalle principali istituzioni internazionali, negli ultimi anni l'output gap dell'area dell'euro è rimasto negativo o molto prossimo allo zero, nonostante l'aumento dell'inflazione di fondo registrato nell'area¹.

In ragione di considerazioni di politica economica relative alla sostenibilità finanziaria, esterna e dei conti pubblici, le stime del prodotto potenziale prodotte da istituzioni internazionali quali il Fondo monetario internazionale (FMI), l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) e la Commissione europea sono calcolate nell'ipotesi che il prodotto potenziale vari per lo più solo in risposta a shock strutturali di medio periodo, ossia permanenti o altamente persistenti². Tale approccio è stato mantenuto durante la pandemia e lo shock dal lato dell'offerta a essa collegato, ritenuto transitorio da molti in virtù della revoca delle misure di contenimento e del ruolo di supporto delle politiche macroeconomiche³.

Un semplice modello di domanda-offerta in termini aggregati mostra come gli shock temporanei, che non alterano il prodotto potenziale, creino output gap correlati negativamente con l'inflazione⁴. Secondo il modello gli shock positivi della domanda aggregata determinano output gap positivi, innalzando al contempo sia il prodotto sia l'inflazione (cfr. il pannello a) del grafico A). Al tempo stesso, gli shock avversi temporanei dal lato dell'offerta, cioè shock dell'offerta che causano inflazione, ma non influiscono sul prodotto potenziale, determinano una diminuzione dell'output al di sotto dei livelli potenziali. In altre parole, tali shock causano output gap negativi (cfr. il pannello b) del grafico A). Una circostanza in cui il prodotto

¹ Cfr. *Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year*, Commissione europea, Bruxelles, novembre 2023, *World Economic Outlook: Navigating Global Divergences*, FMI, Washington D.C., ottobre 2023, nonché *Economic Outlook: Restoring growth*, OCSE, Parigi, novembre 2023.

² Cfr. Chaux, T. e Guillemette, Y., "The OECD Potential Output Estimation Methodology", *Economics Department Working Papers*, n. 1563, OCSE, Parigi, 2019, Havik, K. et al., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps", *Economic Papers*, 535, Commissione europea, Bruxelles, novembre 2014, nonché De Resende, C., "IEO Evaluation Report", *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office del Fondo monetario internazionale, Washington D.C., aprile 2014, capitolo 5.

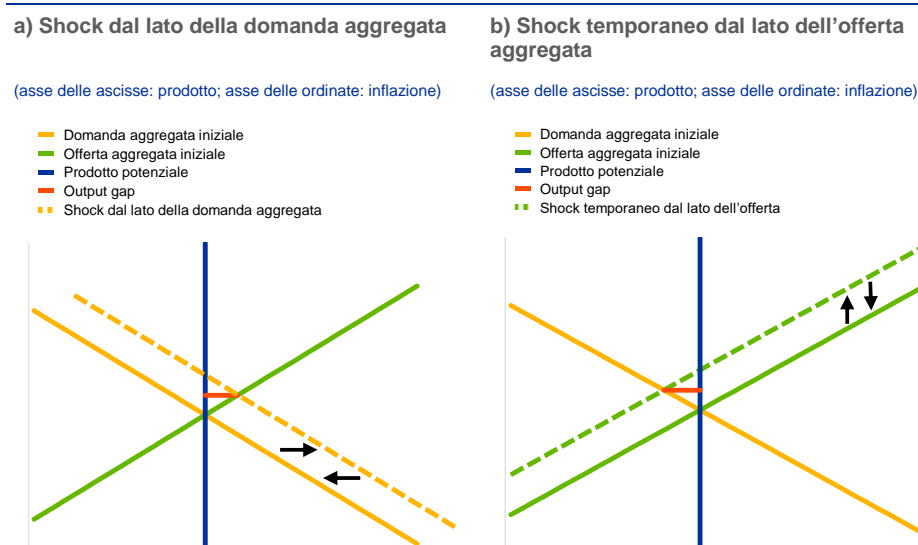
³ Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo 1 *L'impatto del COVID-19 sul prodotto potenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2020 di questo Bollettino.

⁴ La teoria macroeconomica comprende una serie di nozioni di prodotto potenziale che differiscono nel grado in cui esse favoriscono il livello di lungo periodo della produzione, relativamente stabile, piuttosto che segnalare pressioni inflazionistiche in presenza di shock temporanei sulla capacità produttiva dell'economia. Cfr., ad esempio, Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. e Pisani, M., "Potential Output in DSGE Models", *Working Paper Series*, n. 1351, BCE, Francoforte sul Meno, 2011. Le istituzioni internazionali in genere misurano il prodotto potenziale come il più elevato livello di attività economica sostenibile nel lungo periodo. Di conseguenza, queste misure del prodotto potenziale riflettono una visione di medio-lungo periodo del prodotto, con tassi di crescita che si muovono nel tempo a un ritmo relativamente lento. La differenza tra prodotto effettivo e potenziale viene chiamata output gap, che riflette la posizione dell'economia rispetto al ciclo. In circostanze normali, cioè quando gli shock della domanda determinano la fase dell'economia, l'output gap viene considerato il segnale di pressioni inflazionistiche a breve termine.

diminuisce e contemporaneamente l'inflazione aumenta, senza determinare un output gap negativo, può essere ottenuta solo in presenza di un calo del prodotto potenziale di entità almeno uguale a quello del prodotto. Se non ci sono ripercussioni sul prodotto potenziale, e supponendo che non si verifichino effetti di secondo ordine significativi a causa dell'aumento dei salari, l'inflazione tornerà sui livelli iniziali. Nel primo caso l'output gap tenderà a passare da un livello positivo a zero, mentre nel secondo tornerà a zero da un livello negativo.

Grafico A

Semplice modello di domanda-offerta in termini aggregati



Fonte: esperti della BCE.

Note: il grafico illustra il modello di domanda-offerta in termini aggregati⁵, con il prodotto sull'asse delle ascisse e l'inflazione su quello delle ordinate. La curva dell'offerta aggregata rappresenta il tasso di inflazione che deriverebbe dalle decisioni delle imprese sui prezzi, a un qualsiasi livello di produzione osservato nel breve periodo. La curva dell'offerta aggregata si sposta verso l'alto (verso il basso) in risposta ai cambiamenti registrati nelle strutture di costo delle imprese, quali aumenti (diminuzioni) dei prezzi degli input, diminuzioni (aumenti) della disponibilità degli input e diminuzioni (aumenti) della produttività, nonché aumenti (diminuzioni) delle aspettative delle imprese relative all'inflazione. La curva della domanda aggregata rappresenta la quantità di beni e servizi richiesta da famiglie, imprese, amministrazioni pubbliche e settore esterno nel breve periodo, con qualsiasi livello di inflazione. La curva della domanda aggregata si sposta verso l'esterno (verso l'interno) in risposta a una serie di shock della domanda, ad esempio aumenti (diminuzioni) del reddito delle famiglie, diminuzioni (aumenti) dei costi di investimento, aumenti (diminuzioni) della spesa pubblica, o deprezzamenti (apprezzamenti) del tasso di cambio. L'ipotesi sulla natura temporanea degli shock mostrati determina che le curve corrispondenti si spostino dapprima verso l'esterno (verso l'alto), per poi tornare alle loro posizioni originarie. L'output gap è misurato come la distanza orizzontale tra il livello di equilibrio del prodotto e del prodotto potenziale. Si ipotizza che quest'ultimo resti invariato per tutto il periodo.

I modelli strutturali, quali il nuovo modello dell'area (New Area-Wide Model, NAWM), possono contribuire a descrivere gli effetti degli shock dal lato dell'offerta sul prodotto potenziale⁶.

L'NAWM è impiegato per fornire una scomposizione dell'output gap della Commissione europea, che viene fissato come una variabile osservata. Questa impostazione identifica separatamente le determinanti dell'offerta e della domanda (cfr. il grafico B), oltre ad altri fattori. La scomposizione mostra come, se si considera il prodotto potenziale relativamente

⁵ Cfr., ad esempio, Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. e Heffetz, O., *Principles of Economics*, ottava edizione, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

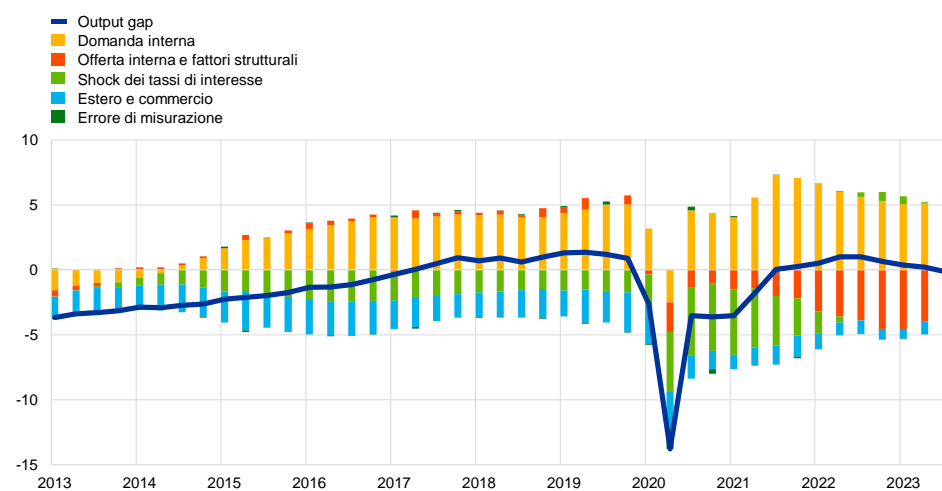
⁶ Il nuovo modello dell'area (New Area Wide Model, NAWM) è un modello dinamico stocastico di equilibrio generale impiegato negli esercizi di proiezione condotti dalla BCE. Cfr. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. e Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, n. 2200, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2018.

regolare, il modello identifica gli shock dal lato dell'offerta osservati di recente come contributi negativi all'output gap. Suggestisce inoltre che gli shock dal lato dell'offerta hanno avuto un ruolo limitato nel periodo precedente la pandemia, a fronte di un impatto prevalente di shock dal lato della domanda. Nel complesso, la predominanza di shock dal lato dell'offerta rappresenterebbe presumibilmente un evento eccezionale in termini storici.

Grafico B

Scomposizione per shock della stima interpolata dell'output gap della Commissione europea ottenuta sulla base del NAWM

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: in percentuale del prodotto potenziale e contributi percentuali)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la Commissione europea non fornisce stime trimestrali dell'output gap. Pertanto, le stime annuali dell'output gap sono state interpolate con frequenza trimestrale dagli esperti della BCE. La voce "Offerta interna e fattori strutturali" comprende i contributi dello stato iniziale, lo shock del tasso di sconto previsto dal modello, lo shock tecnologico permanente, gli shock tecnologici transitori e specifici degli investimenti, nonché i mark-up a salari e prezzi. La voce "Shock dei tassi di interesse" comprende lo shock dei tassi di interesse a breve termine e lo shock al mark-down delle banche sulla raccolta al dettaglio. La voce "Domanda interna" comprende lo shock del premio per il rischio domestico e lo shock alla spesa pubblica. La voce "Estero e commercio" riflette gli shock a domanda estera, prezzi esteri, tassi di interesse statunitensi a tre mesi e a dieci anni, prezzi all'esportazione dei concorrenti, prezzi del petrolio, domanda di importazioni, preferenze di esportazioni, shock del mark-up ai prezzi all'esportazione e a quelli all'importazione e shock del premio per il rischio estero.

Se si adattassero le stime dell'output gap in base agli shock dal lato dell'offerta identificati sopra, esso diventerebbe più positivo per gli anni 2021-2023, ma la stima del prodotto potenziale si rivelerebbe più volatile.

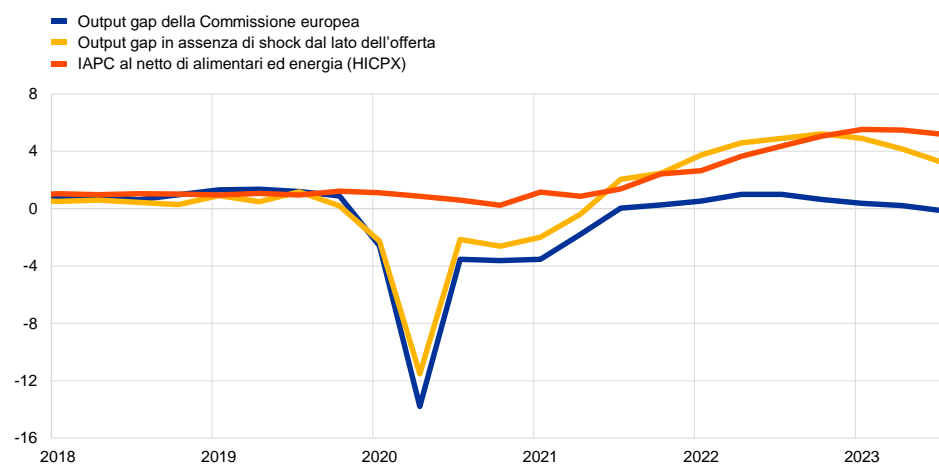
Ciò deriverebbe direttamente dall'ipotesi secondo cui gli shock dal lato dell'offerta identificati dall'NAWM sarebbero di natura più permanente rispetto a quanto suggerito dalla scomposizione di cui sopra e quindi per lo più assorbiti dal livello di prodotto potenziale invece che dall'output gap (cfr. il pannello a) del grafico C). La stima del prodotto potenziale che risulta da questo esperimento decresce nel 2020 e poi di nuovo nel 2022 a causa degli shock transitori dal lato dell'offerta, aumentando la propria volatilità in misura significativa (cfr. il pannello b) del grafico C).

Grafico C

Stima del prodotto potenziale della Commissione europea tenendo conto degli shock temporanei dal lato dell'offerta

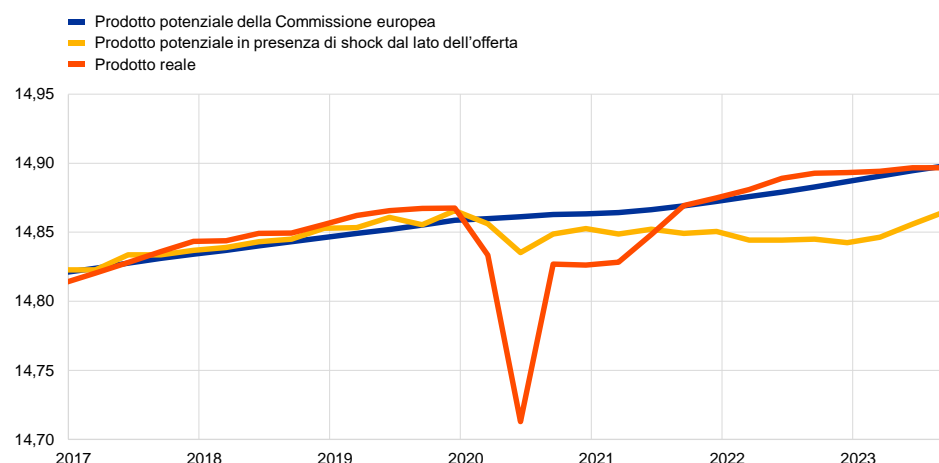
a) Stime alternative dell'output gap e inflazione misurata sull'HICPX

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: in percentuale del prodotto potenziale, variazione percentuale sui dodici mesi)



b) Stime alternative del prodotto potenziale e PIL in termini reali

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: livelli logaritmici)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: la serie "Output gap in assenza di shock dal lato dell'offerta" mostra l'output gap elaborato dalla Commissione europea al netto degli shock dal lato dell'offerta identificati dal NAWM nel grafico B. La serie "Prodotto potenziale in presenza di shock dal lato dell'offerta" mostra la stima implicita del prodotto potenziale derivante dalla stima dell'output gap di cui sopra.

Le misure della capacità inutilizzata desunte dalle indagini rivelano l'utilizzo della capacità o la relativa forza della domanda senza la necessità di un modello economico. Tali misure forniscono un orientamento empirico nella misura

in cui i cambiamenti transitori della capacità produttiva a livello di impresa incidono sul livello di prodotto potenziale rilevante per l'inflazione. Le indagini inerenti il grado di utilizzo della capacità produttiva delle imprese mostrano che all'inizio della pandemia nei settori della manifattura, dei servizi e delle costruzioni la produzione presentava una capacità relativamente elevata, mentre durante l'emergenza sanitaria la capacità di utilizzo si era ridotta a un livello inferiore rispetto a quello

indicato dalle stime standard dell'output gap⁷. L'utilizzo della capacità produttiva ha segnato una rapida ripresa nel 2021, raggiungendo massimi storici all'inizio del 2022. Nei due anni successivi è diminuito in misura significativa nella manifattura (pur confermandosi al di sopra della media storica), rimanendo tuttavia solido nei servizi e nelle costruzioni.

Le misure della capacità inutilizzata desunte dalle indagini a livello di impresa riflettono meglio la dinamica dell'inflazione degli ultimi anni, ma forniscono serie storiche delle contropartite del prodotto più volatili. Il grado di utilizzo della capacità produttiva presenta comovimenti piuttosto stretti con l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni alimentari ed energetici, suggerendo che l'inflazione di fondo stia subendo pressioni al rialzo, seppure in parziale calo (cfr. il pannello a) del grafico D). Un'analisi econometrica che utilizza una forma ridotta della curva di Phillips conferma che la misura della capacità inutilizzata desunta dalle indagini produce errori di previsione dell'inflazione a breve termine lievemente minori per il periodo recente, caratterizzato da livelli inflazionistici elevati. Tuttavia, gli indicatori della capacità inutilizzata basati sulle indagini a livello di impresa rilevano che durante la pandemia il prodotto ha mostrato una tendenza perfino più volatile rispetto alla misura della capacità inutilizzata costruita sulla base dell'NAWM (cfr. il pannello b) del grafico D). Ciò suggerisce che tali indicatori potrebbero non essere adatti a fornire stime del prodotto potenziale a medio termine.

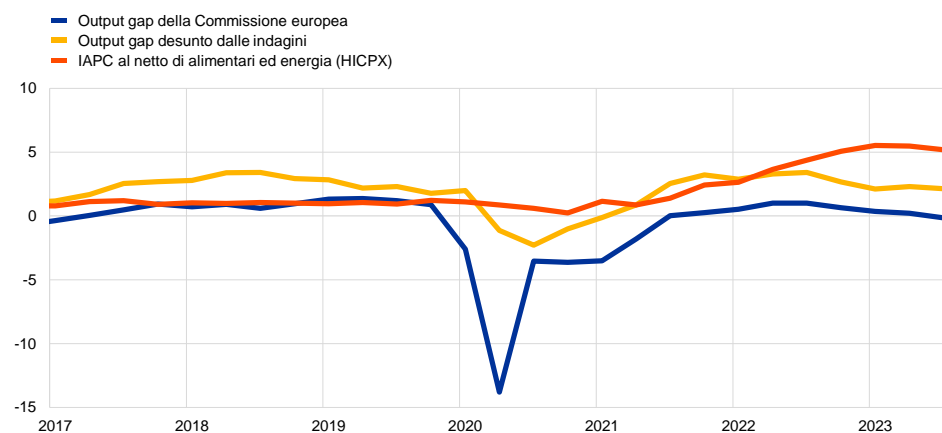
⁷ Le indagini presso le imprese condotte dalla Commissione europea misurano il livello medio del grado di utilizzo della capacità produttiva delle imprese, nonché i principali fattori economici di limitazione della produzione: domanda, lavoro, altri input (materiali, attrezzature e spazio), vincoli finanziari, tempo meteorologico, altri, o nessuno dei suddetti fattori. Mentre il grado di utilizzo della capacità produttiva è disponibile sia per la manifattura sia per i servizi solo dal 2011, le serie relative ad alcuni dei fattori di limitazione sono disponibili per entrambi i settori e per le costruzioni a partire dal 2003. Tra i fattori di limitazione della produzione la domanda presenta una correlazione elevata con il grado di utilizzo della capacità produttiva; essa viene pertanto impiegata come approssimazione della capacità inutilizzata.

Grafico D

Confronto tra una misura della capacità produttiva inutilizzata desunta dalle indagini e la stima dell'output gap elaborata dalla Commissione europea

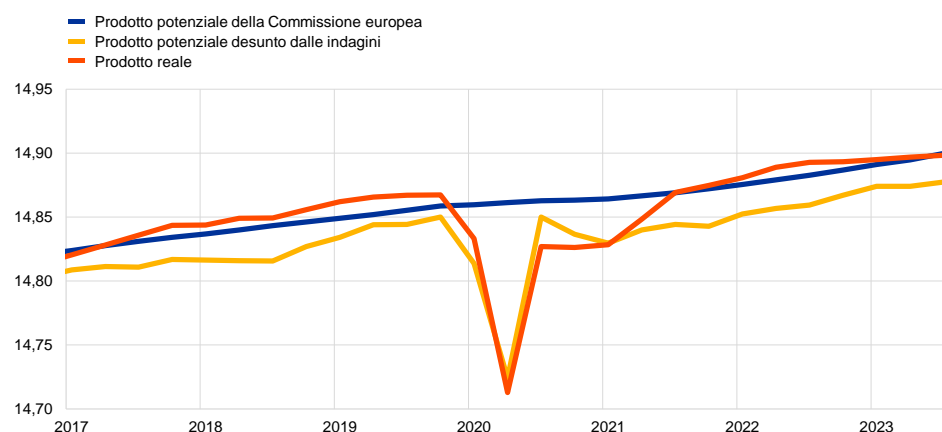
a) Misure alternative dell'output gap e inflazione misurata sull'HICPX

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: in percentuale del prodotto potenziale, variazione percentuale sui dodici mesi)



b) Misure alternative del prodotto potenziale e PIL in termini reali

(asse delle ascisse: trimestri; asse delle ordinate: livelli logaritmici)



Fonti: previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea, elaborazioni degli esperti della BCE e indagini presso le imprese condotte dalla Commissione europea.

In conclusione, in alcuni periodi stime alternative del prodotto potenziale e output gap potrebbero integrare le stime a medio termine delle principali istituzioni internazionali. In periodi caratterizzati da shock temporanei dal lato dell'offerta le misure integrative della capacità inutilizzata proposte sembrano fornire previsioni a breve termine dell'inflazione migliori rispetto a una stima dell'output gap basata su una nozione regolare del prodotto potenziale. Tuttavia, poiché le stime del prodotto potenziale derivate dalle indagini sono più volatili, potrebbero offrire meno informazioni sulle prospettive di crescita a medio termine dell'economia. Pertanto, anche la loro interpretazione quale misura della fase del ciclo economico richiede prudenza.

La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

Nell'area dell'euro l'attività economica ha subito un rallentamento sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi¹. Dalla fine del 2021 l'attività economica, misurata in termini di valore aggiunto lordo reale, è cresciuta a un ritmo significativamente più rapido nel settore dei servizi di mercato, ovvero i servizi al netto di pubblica amministrazione, istruzione, sanità e assistenza sociale, rispetto al settore manifatturiero (cfr. il grafico A). Ciò ha rispecchiato, da un lato, la domanda relativamente vivace di servizi ad alta intensità di contatti, sostenuta dalla riapertura dell'economia dopo la pandemia e, dall'altro, la debolezza della domanda di beni, le strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale e, successivamente, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento indotto dalla risposta della politica monetaria al rapido e forte aumento dell'inflazione². Tuttavia, anche l'attività dei servizi, che generalmente segue quella manifatturiera durante il ciclo economico, di recente si è indebolita³. Il presente riquadro esamina le proprietà anticipatrici dell'attività manifatturiera nell'area dell'euro per i servizi di mercato, concentrandosi sul ruolo della politica monetaria.

¹ La misura dell'attività manifatturiera si riferisce all'aggregato dell'area dell'euro esclusa l'Irlanda, a causa della notevole volatilità dei prodotti di proprietà intellettuale del paese. Cfr. il riquadro 2 *Le attività immateriali delle imprese multinazionali in Irlanda e il loro impatto sul PIL dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

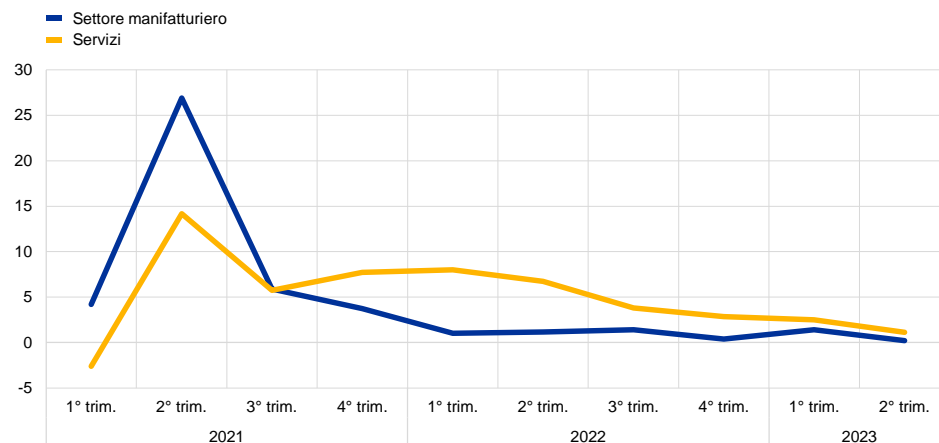
² Cfr. il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori* nel numero 6/2023 di questo Bollettino; il riquadro 3 *L'impatto dei rincari dell'energia sul consumo di beni e servizi nell'area dell'euro* nel numero 8/2022 di questo Bollettino; nonché l'articolo 1 *Il ruolo dell'offerta e della domanda nella ripresa successiva alla pandemia nell'area dell'euro* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

³ Per un'analisi basata sulle indagini, cfr. il riquadro 5 *Fattori alla base del recente andamento delle aspettative delle imprese sull'attività nei diversi settori* nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

Grafico A

Attività manifatturiera e dei servizi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il settore manifatturiero si riferisce al valore aggiunto lordo in termini reali nel settore C della classificazione NACE Rev. 2, esclusa l'Irlanda. I servizi si riferiscono al valore aggiunto lordo in termini reali nei settori da G a N e da R a U (servizi di mercato) della classificazione NACE Rev. 2.

Un'analisi dinamica mostra che l'attività manifatturiera anticipa quella dei servizi durante il ciclo economico.

L'analisi stima i coefficienti di correlazione a diversi anticipi e ritardi dell'attività nei settori manifatturiero e dei servizi dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2023, sia per l'intero campione sia per le finestre mobili di cinque anni. I risultati mostrano che il settore manifatturiero sembra anticipare il settore dei servizi, sebbene di recente in misura lievemente inferiore, mentre non è possibile stabilire una chiara relazione anticipatrice nella direzione opposta (cfr. il grafico B). Tali risultati valgono su orizzonti temporali diversi e sono confermati dai test di causalità di Granger, i quali indicano che l'attività manifatturiera fornisce previsioni sull'attività dei servizi meglio di quanto avvenga in direzione opposta. Questa proprietà del settore manifatturiero può essere spiegata da diverse caratteristiche dei beni rispetto ai servizi, come la loro maggiore dipendenza dalla domanda estera attraverso i canali del commercio e della competitività, l'allungamento delle catene di approvvigionamento e il più elevato capitale circolante necessario per la loro produzione, nonché la loro maggiore durabilità. Inoltre, i legami di input-output tra i due settori tendono a indurre effetti di propagazione che, in media, vanno soprattutto dal settore manifatturiero a quello dei servizi⁴. Tali caratteristiche, solitamente, generano una reazione più forte e rapida da parte dell'attività manifatturiera ad alcuni shock economici, quali le variazioni dei tassi di

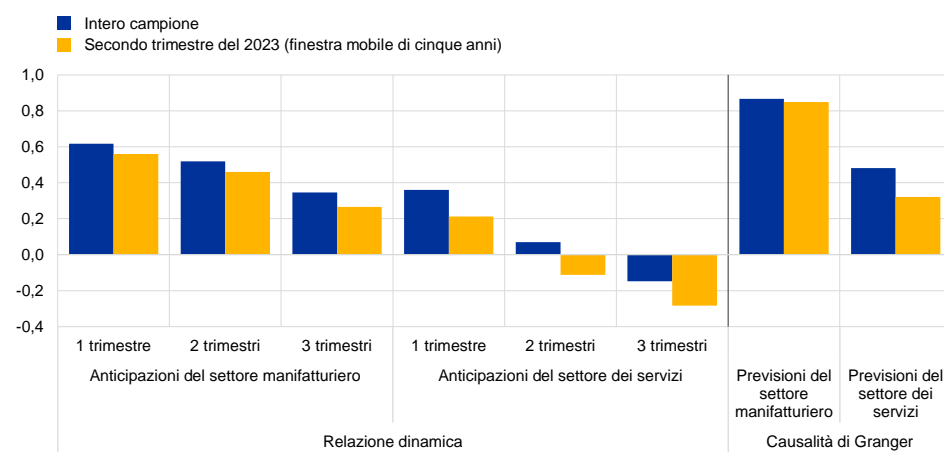
⁴ Nel settore dei servizi, tali effetti di propagazione sono particolarmente rilevanti per i servizi alle imprese. Cfr. ad esempio il riquadro 2 *L'andamento del settore dei servizi e la sua relazione con il settore manifatturiero* nel numero 7/2019 di questo Bollettino. Tuttavia, gli effetti potrebbero andare anche in direzione opposta, ovvero dai servizi al settore manifatturiero, in un contesto di forti shock specifici per i primi, quali le restrizioni alla mobilità e la riapertura dell'economia osservate dall'inizio della pandemia.

interesse⁵. Nel complesso, i risultati suggeriscono che la dinamica nel settore manifatturiero contiene informazioni rilevanti per la dinamica di breve periodo dei servizi, e quindi per il resto dell'economia. Allo stato attuale, tuttavia, ciò potrebbe non essere ancora del tutto evidente, a causa degli effetti della riapertura dell'economia, che hanno sostenuto l'attività nel settore dei servizi⁶.

Grafico B

Relazione di anticipazione tra il settore manifatturiero e l'attività dei servizi

(relazione dinamica: coefficiente di correlazione; causalità di Granger: 1 meno il valore p)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i test di causalità di Granger si basano su modelli autoregressivi vettoriali con tre variabili: il valore aggiunto lordo reale nel settore manifatturiero, nei servizi e nel resto dell'economia, stimato tra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2023. La misura di 1 meno il valore p si riferisce alla probabilità che l'ipotesi di assenza di causalità di Granger possa essere respinta.

Un modello empirico conferma che gli shock di politica monetaria hanno un impatto maggiore sul settore manifatturiero che su quello dei servizi.

Un modello di autoregressione vettoriale strutturale bayesiano (BSVAR) include effettive sorprese di politica monetaria, come evidenziato nelle variazioni dei tassi overnight index swap (OIS) a un anno privi di rischio a ridosso degli annunci di politica monetaria della BCE volti a individuare gli shock di politica monetaria (ovvero le variazioni inattese dei tassi di interesse). Esso include inoltre il rendimento dei titoli di Stato a un anno, l'attività economica nel settore manifatturiero, nei servizi e

⁵ Cfr., ad esempio, Dedola, L. e Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, vol. 49, n. 6, 2005, pagg. 1543-1569; Peersman, G. e Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, vol. 115, n. 503, 2005, pagg. 319-342; e Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, n. 796, BCE, 2007.

⁶ Cfr. il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

nel resto dell'economia, nonché altre variabili interne ed estere⁷. Si assume che gli shock di politica monetaria inducano un aumento immediato nelle variazioni dei tassi OIS e nei rendimenti dei titoli di Stato e una riduzione dell'attività economica nell'anno successivo. I risultati suggeriscono che gli shock di politica monetaria hanno un impatto sul settore manifatturiero quasi due volte più forte e più rapido di circa due trimestri rispetto a quello sui servizi, sostanzialmente in linea con le recenti evidenze provenienti da diversi strumenti empirici (cfr. il grafico C)⁸. Tale reazione, più forte e rapida, del settore manifatturiero a variazioni inattese dei tassi di interesse aiuta a spiegare la proprietà di anticipazione di tale settore nel ciclo economico e suggerisce che l'inasprimento monetario può, fra l'altro, svolgere un ruolo importante nella velocità del rallentamento dell'attività nei settori manifatturiero e dei servizi.

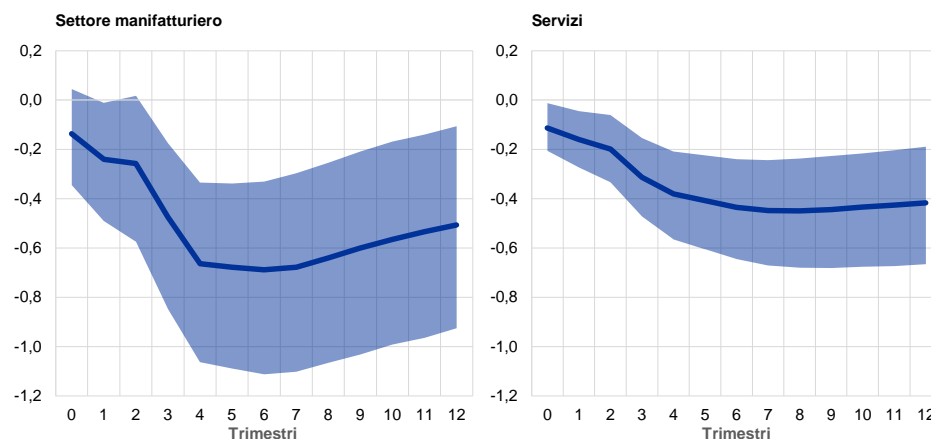
⁷ Il modello BSVAR si avvale di dati dell'area dell'euro compresi fra il primo trimestre del 1999 e il secondo trimestre del 2023. Oltre alle effettive sorprese della politica monetaria, il rendimento dei titoli di Stato a un anno e le variabili relative all'attività reale, esso include il deflatore dei consumi privati, il tasso di cambio effettivo, la domanda estera e il Global Supply Chain Pressure Index della Federal Reserve Bank di New York. Il modello tiene conto della marcata volatilità dei dati macroeconomici nel 2020 utilizzando un aggiustamento per l'eteroschedasticità legata alla pandemia. Cfr. Lenza, M. e Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, giugno/luglio 2022, pagg. 688-699. Le effettive sorprese della politica monetaria sono individuate con restrizioni di segno utilizzando le variazioni dei tassi OIS a un anno e delle quotazioni azionarie in prossimità degli eventi di politica monetaria provenienti dalla banca dati sulla politica monetaria dell'area dell'euro. Si ipotizza che un inasprimento inatteso della politica monetaria aumenti i tassi OIS e diminuisca i corsi azionari in un intervallo ristretto a ridosso dell'annuncio di politica monetaria, mentre l'opposto vale per un allentamento inatteso della politica monetaria. Tali sorprese sono poi sommate per il rispettivo trimestre al fine di ottenere la stessa base trimestrale utilizzata per le variabili relative all'attività reale. Cfr. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. e Ragusa, G., "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, dicembre 2019, pagg. 162-179, e Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises - The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n. 2, aprile 2020, pagg. 1-43.

⁸ Questi risultati sono qualitativamente e quantitativamente in linea con precedenti studi, che indicano un effetto più forte della politica monetaria sul settore manifatturiero e un effetto lievemente più persistente sui servizi. Cfr. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. e Nikalixi, K., "[Monetary policy and regional inequality](#)", *Working Paper Series*, n. 2385, BCE, marzo 2020. Cfr. anche il riquadro 4 [Struttura industriale ed effetti della politica monetaria sull'economia reale](#) nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

Grafico C

Impatto medio degli shock di inasprimento della politica monetaria sull'attività del settore manifatturiero e dei servizi

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat, Eurosistema, Altavilla et al., op. cit., ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra le funzioni di risposta a impulso basate sul modello BSVAR dell'attività nel settore manifatturiero e nei servizi a uno shock di inasprimento della politica monetaria con una deviazione standard. Le linee continue rappresentano le risposte mediane e le aree ombreggiate rappresentano l'intervallo di credibilità del 68 per cento (le risposte sono significative anche a livello di credibilità del 90 per cento). Gli shock di politica monetaria sono identificati con restrizioni di segno, utilizzando come strumenti effettive sorprese di politica monetaria, come evidenziato nelle variazioni dei tassi OIS a un anno a ridosso degli annunci di politica monetaria della BCE. Si ipotizza che gli shock di politica monetaria inducano un aumento immediato nelle variazioni dei tassi OIS e nei rendimenti dei titoli di Stato di scadenza corrispondente e una riduzione dell'attività economica nell'anno successivo. Si ipotizza che tutti gli altri shock inclusi nel modello abbiano un impatto assoluto, sui movimenti dei tassi OIS, più contenuto rispetto a quello degli shock di politica monetaria.

Il recente inasprimento della politica monetaria ha inciso in misura crescente sull'attività economica nel corso del 2023.

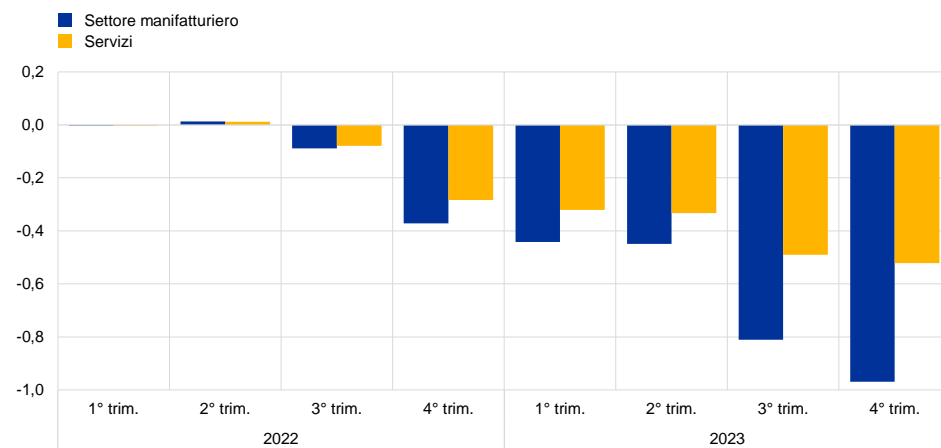
Secondo il modello, l'inasprimento indotto dagli shock di politica monetaria ha iniziato a incidere sull'attività economica già nel terzo trimestre del 2022, quando la BCE ha innalzato per la prima volta i tassi di interesse, alcuni trimestri dopo il primo annuncio di normalizzazione della politica monetaria avvenuto alla fine del 2021 (cfr. il grafico D). Man mano che i tassi di interesse hanno continuato ad aumentare e l'impatto degli shock precedenti si è accumulato nel tempo, gli effetti negativi dell'inasprimento monetario si sono intensificati nella prima metà del 2023 e il settore manifatturiero è stato colpito a un ritmo più rapido e in misura maggiore rispetto ai servizi. Sulla base del modello, è probabile inoltre che, nella seconda metà del 2023, gli effetti di politica monetaria siano ulteriormente aumentati in quanto hanno continuato a propagarsi all'economia, in parte a causa del significativo ritardo nella reazione del settore dei servizi. È rilevante che tali risultati colgano solo l'impatto degli shock di politica monetaria e non il più ampio aumento dei tassi di interesse, che riflette la risposta sistematica della politica monetaria alla crescita dell'inflazione. Quest'ultima dovrebbe suggerire un effetto maggiore del recente inasprimento della politica monetaria sull'attività, che va oltre l'impatto degli shock di politica monetaria individuati⁹.

⁹ Per una valutazione dell'impatto macroeconomico del recente inasprimento della politica monetaria della BCE basata su una serie di modelli diversi, cfr. il riquadro 6 [L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli](#) nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

Grafico D

Impatto effettivo degli shock di politica monetaria sull'attività del settore manifatturiero e dei servizi

(variazioni percentuali a partire dal quarto trimestre del 2021)



Fonti: Eurostat, Eurosistema, Altavilla et al., op. cit., ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra gli effetti basati sul modello BSVAR degli shock di politica monetaria sull'attività del settore manifatturiero e dei servizi dal primo trimestre del 2022 al quarto trimestre del 2023. Gli effetti per il terzo e quarto trimestre del 2023 si basano sugli impatti attesi degli shock di politica monetaria stimati fino al secondo trimestre del 2023. Per maggiori dettagli sull'individuazione degli shock di politica monetaria, cfr. le note al grafico C.

5 Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie

a cura di Johannes Gareis, Omiros Kouvavas e Pedro Neves

Alla luce dei risultati delle ultime indagini, il presente riquadro passa in rassegna gli ultimi andamenti del reddito disponibile delle famiglie, concentrandosi su alcuni aspetti concettuali e di misurazione.

I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE alla fine di settembre 2023, mostrano che negli ultimi dodici mesi circa il 21 per cento delle famiglie dell'area dell'euro ha segnalato un aumento del proprio reddito superiore o uguale all'inflazione, il 54 per cento degli intervistati un aumento inferiore all'inflazione e il 25 per cento un calo del proprio reddito (cfr. il pannello a) del grafico A). Questa valutazione relativamente negativa della recente dinamica del reddito reale è stata condivisa in modo abbastanza uniforme lungo la distribuzione del reddito¹. Tale dato, inoltre, è in linea con i risultati dell'indagine della Commissione europea, i quali indicano che le percezioni dei consumatori riguardo alla loro situazione finanziaria negli ultimi dodici mesi sono state di recente significativamente inferiori alla media di lungo periodo, soprattutto a partire dall'impennata dell'inflazione conseguente allo scoppio della guerra in Ucraina (cfr. il pannello b) del grafico A). Questa percezione, tuttavia, è in contrasto con la dinamica positiva del reddito disponibile delle famiglie rilevata nelle contabilità nazionali, che nella prima metà del 2023 hanno visto tale reddito aumentare in media dell'8,6 per cento sui dodici mesi (cfr. il grafico B), corrispondente a un incremento del reddito disponibile reale dell'1,1 per cento nello stesso periodo². La divergenza tra i risultati delle indagini e i dati di contabilità nazionale richiede un'analisi dettagliata delle recenti tendenze del reddito disponibile delle famiglie e delle loro implicazioni sulle prospettive per i consumi privati.

¹ Mentre la percentuale di famiglie a basso reddito che hanno segnalato un calo reddituale è superiore a quella delle famiglie appartenenti ad altre fasce di reddito, la percentuale di intervistati che hanno segnalato un aumento reddituale in termini reali è relativamente bassa e stabile in tutta la distribuzione del reddito.

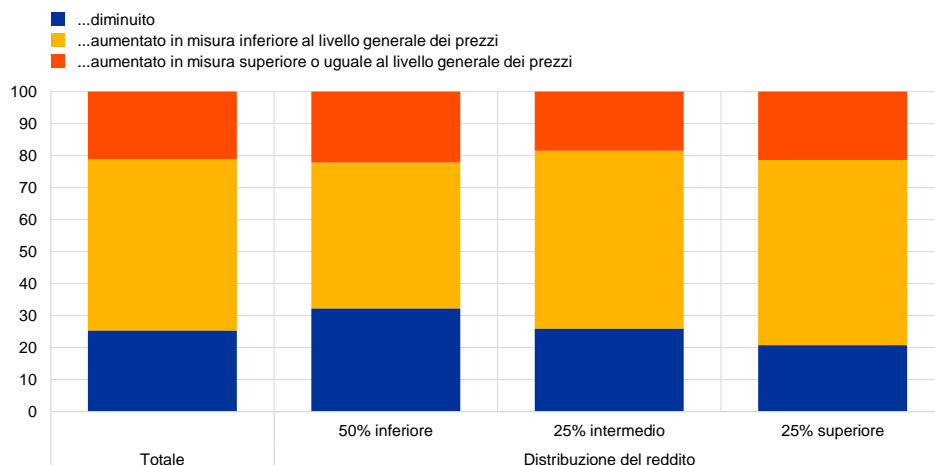
² Nello specifico, il reddito disponibile delle famiglie è misurato nelle statistiche ufficiali dei cosiddetti conti settoriali, che contengono dati dettagliati di contabilità nazionale disaggregati per settore istituzionale, comprese le famiglie e le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, le amministrazioni pubbliche e le società finanziarie e non finanziarie. In questo riquadro la locuzione "contabilità nazionali" è utilizzata quando si fa riferimento ai dati ufficiali sul reddito disponibile.

Grafico A

Percezioni dei consumatori riguardo agli andamenti del reddito e alla loro situazione finanziaria

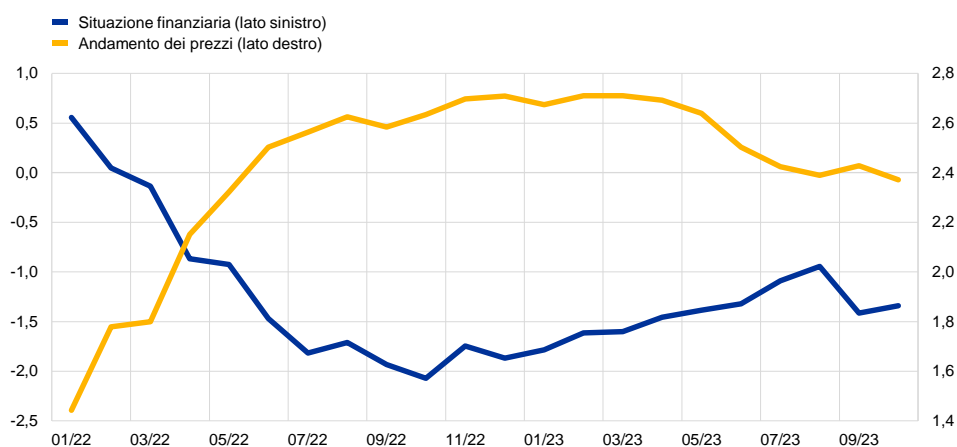
a) Percezioni riguardo al reddito negli ultimi dodici mesi rispetto ai prezzi

(in percentuale dei consumatori)



b) Percezioni riguardo alla situazione finanziaria passata e all'andamento dei prezzi

(saldi percentuali standardizzati)



Fonti: CES, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: per il pannello a), alla fine di settembre 2023 agli intervistati dell'indagine CES è stato chiesto di indicare se il loro reddito netto totale fosse aumentato in misura inferiore o superiore al livello generale dei prezzi, ovvero se fosse diminuito o variato approssimativamente nella stessa misura del livello generale dei prezzi negli ultimi dodici mesi. Con riferimento al pannello b) le percezioni delle famiglie riguardo alla loro situazione finanziaria passata e all'andamento dei prezzi sono standardizzate nel periodo 2000-2019.

Il reddito disponibile delle famiglie ha beneficiato dell'aumento del reddito da lavoro e del protrarsi della forte crescita dei redditi non da lavoro. Sia i redditi da lavoro dipendente sia tutte le altre componenti del reddito delle famiglie, escluso il reddito fiscale netto, hanno continuato ad aumentare significativamente, su base annua, nella prima metà del 2023. I redditi da lavoro dipendente sono aumentati in media del 7,1 per cento nel periodo e il reddito non da lavoro, escluso il reddito fiscale netto, è aumentato dell'8,3 per cento; entrambe le componenti hanno quindi contribuito in modo significativo alla crescita del reddito disponibile (cfr. il grafico B). Il reddito fiscale netto non ha avuto un impatto significativo sulla dinamica del reddito

delle famiglie nella seconda metà del 2022 e nella prima metà del 2023, mentre ha avuto un effetto negativo nella prima metà del 2022³. Un'analisi dettagliata di altre tipologie di reddito familiare (cioè non da lavoro), con esclusione del reddito fiscale netto, mostra che nella prima metà del 2023 tutte le componenti principali sono aumentate significativamente. Il reddito misto (lavoratori autonomi) è aumentato del 6,8 per cento, il margine operativo lordo del 9,6 per cento e i redditi netti da capitale dell'8,8 per cento⁴. Mentre la crescita del reddito misto è stata relativamente costante, quella del margine operativo lordo ha registrato un'accelerazione significativa e, nella prima metà del 2023, ha raggiunto il tasso di crescita più elevato dall'inizio della rilevazione delle serie di dati nel 1999. I redditi netti da capitale, esclusi i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM), sono stati sostenuti dalla forte crescita dei dividendi nel 2022⁵. I SIFIM sono poi aumentati notevolmente nella prima metà del 2023 e, pur rappresentando una piccola quota del reddito totale, hanno contribuito per 0,6 punti percentuali alla crescita del reddito disponibile delle famiglie.

³ Tale impatto negativo del reddito fiscale netto nella prima metà del 2022 è connesso al ritiro delle misure di sostegno volte a far fronte alla pandemia di coronavirus (COVID-19), che avevano inciso negativamente sulla crescita annua del reddito disponibile delle famiglie a partire dal secondo trimestre del 2021.

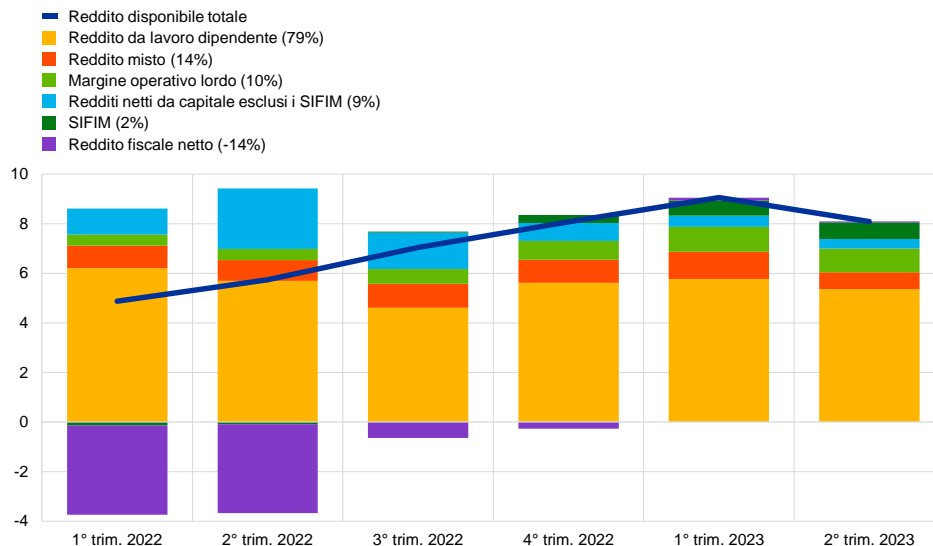
⁴ Il reddito misto è strettamente collegato al reddito da lavoro autonomo, che misura l'avanzo (o il disavanzo) risultante dalla produzione delle imprese individuali di proprietà delle famiglie. I redditi da capitale corrispondono ai redditi derivanti dalla proprietà di attività finanziarie o di beni materiali non prodotti (in particolare, i terreni sono un'attività materiale e non prodotta, pertanto i canoni di locazione di questi fanno parte dei redditi da capitale, mentre i canoni di locazione di immobili, che sono beni materiali prodotti, fanno capo al reddito misto). Il margine operativo lordo è principalmente un flusso imputato, in quanto comprende essenzialmente i fitti figurativi, ossia il reddito che i proprietari-occupanti avrebbero percepito se avessero dato il loro immobile in locazione.

⁵ I servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM) sono utilizzati nelle contabilità nazionali per calcolare il valore aggiunto degli intermediari finanziari (ad esempio le banche) per i servizi prestati senza oneri espliciti. I redditi netti da capitale, esclusi i SIFIM, sono quindi determinati, tra l'altro, dal reddito netto da interessi effettivo delle famiglie, oltre che dal reddito distribuito dalle imprese (ossia dai dividendi). Per un'analisi dei recenti andamenti del reddito da interessi di famiglie e imprese nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 7 *Il reddito netto da interessi di famiglie e imprese* in questo numero del Bollettino. Per un'analisi degli andamenti dei profitti societari nell'area dell'euro percepiti dalle imprese, cfr. il riquadro 2 *Annunci degli utili agli investitori: nuove evidenze sui profitti, gli investimenti e le condizioni di finanziamento delle imprese* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

Grafico B

Andamenti del reddito nominale delle famiglie

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



Fonti: conti settoriali trimestrali di BCE ed Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati tra parentesi sono le quote di reddito disponibile attribuibili alle voci di reddito elencate per il 2022.

Non tutte le componenti del reddito disponibile delle famiglie si traducono in flussi di cassa positivi.

La misurazione del reddito disponibile delle famiglie nelle contabilità nazionali differisce dai relativi flussi di cassa per motivi concettuali, giacché l'obiettivo dei conti nazionali è misurare l'attività economica, compreso il reddito delle famiglie, nel modo più completo e accurato possibile. Ciò significa che i dati provenienti da diverse fonti devono essere combinati e le variabili per le quali non sono disponibili dati diretti devono essere stimate⁶. Di conseguenza, non tutte le componenti del reddito disponibile rilevate nelle contabilità nazionali sono disponibili come flussi di cassa positivi per le famiglie; tali componenti potrebbero quindi non riflettersi nella percezione del reddito da parte di queste (cfr. la tavola A). Ciò è riconducibile prevalentemente al reddito non da lavoro, escluso il reddito fiscale netto, che nella prima metà del 2023, rispetto alla seconda metà del 2022, ha beneficiato soprattutto della crescita eccezionalmente vigorosa del margine operativo lordo e del forte aumento dei SIFIM, nessuno dei quali ha generato un flusso di cassa positivo per le famiglie (cfr. il grafico B).

⁶ Per una discussione sulla riconciliazione dei dati di contabilità nazionale sul reddito con i dati delle indagini nel contesto delle statistiche dell'Unione europea sul reddito e sulle condizioni di vita (EU-SILC), cfr. Törmälehto, V., "Reconciliation of EU statistics on income and life conditions (EU-SILC) data and national accounts", *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

Tavola A

Componenti di reddito e loro disponibilità come flussi di cassa

Componente di reddito		Dati di contabilità nazionale	Generano flussi di cassa?
Redditi da lavoro	Redditi da lavoro dipendente	Salari e stipendi (in denaro e in natura)	Sì
		Contributi previdenziali effettivi a carico del datore di lavoro	No
		Contributi previdenziali figurativi a carico del datore di lavoro	No
Reddito non da lavoro, escluso il reddito fiscale netto	Reddito da lavoro autonomo	Reddito misto	Sì
	Reddito da locazione di immobili residenziali e non residenziali	Reddito misto	Sì
	Fitti figurativi	Margine operativo	No
	Interessi percepiti prima dell'attribuzione dei SIFIM	Redditi da capitale percepiti	Sì
	Interessi versati prima dell'attribuzione dei SIFIM	Redditi da capitale versati	Sì
	SIFIM	Reddito misto, margine operativo, reddito netto da capitale	No
Reddito fiscale netto	Altri redditi da investimenti (ad es.: dividendi) e canoni di locazione percepiti (su terreni e risorse del sottosuolo)	Redditi da capitale percepiti	Sì
	Redditi da capitale attribuiti agli assicurati	Redditi da capitale percepiti	No
		Prestazioni sociali percepite (diverse dai trasferimenti sociali in natura), contributi previdenziali (compresi quelli a carico del datore di lavoro) e imposte sul reddito versate, imposte sul patrimonio versate	Sì
		Trasferimenti sociali in natura ricevuti	No

Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro (effettivi e figurativi) non incidono sul reddito disponibile delle famiglie in quanto fanno parte sia della retribuzione dei lavoratori dipendenti, sia del reddito fiscale netto, incrementando il reddito in quanto parte della prima e riducendolo in quanto parte del secondo.

I SIFIM rappresentano i servizi di intermediazione finanziaria forniti da istituzioni finanziarie che non sono fatturati esplicitamente, ma assumono rilievo nella misurazione del prodotto delle banche e potrebbero quindi avere un impatto sul PIL e sul reddito nazionale⁷. La spesa delle famiglie per gli

interessi sui crediti al consumo e sui mutui ipotecari e gli interessi maturati sui depositi sono registrati nelle contabilità nazionali al tasso di rifinanziamento interbancario⁸. Questo differisce, tuttavia, dai tassi di interesse effettivamente sostenuti dalle famiglie, in quanto i tassi sui prestiti sono generalmente più elevati e quelli sui depositi sono inferiori al tasso interbancario. La differenza tra gli interessi versati e percepiti misurati nelle contabilità nazionali e gli importi effettivi è registrata come onere implicito pagato dalle famiglie al settore finanziario, che figura nei conti nazionali alla voce SIFIM. Pertanto, i SIFIM sono utilizzati nelle contabilità nazionali per calcolare il valore aggiunto degli intermediari finanziari (ad esempio le banche) per i servizi finanziari prestati senza oneri espliciti. Per il settore delle famiglie questo

⁷ Per il concetto di SIFIM e il suo trattamento nelle contabilità nazionali, cfr. il capitolo 14 del manuale del Sistema europeo dei conti (SEC 2010).

⁸ Si tratta del tasso al quale si ipotizza che sia la famiglia-prestatore sia la famiglia-prenditore sarebbero disposte a concludere un'operazione.

marginale misurato indirettamente è attribuito sia ai consumi (come servizio finanziario) sia al reddito disponibile (quale rimborso per la perdita di reddito indiretta derivante dai tassi di interesse meno favorevoli a cui le famiglie sono effettivamente esposte), senza alcun impatto sui risparmi delle famiglie.

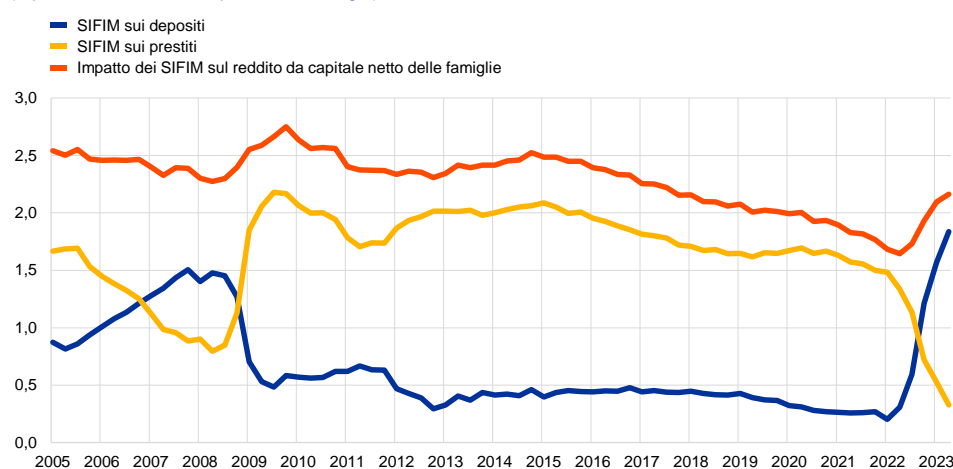
I SIFIM svolgono un ruolo particolarmente importante per il reddito e i consumi delle famiglie nell'attuale contesto di forte aumento dei tassi di interesse⁹.

I SIFIM hanno un impatto notevole sulla dinamica del reddito disponibile delle famiglie in periodi di ampie variazioni dei tassi di interesse, come nell'attuale fase di inasprimento monetario (cfr. il grafico C). Poiché i tassi di interesse sui prestiti in essere e sui depositi delle famiglie reagiscono in genere con lentezza, l'aumento dei tassi di interesse interbancari conseguente all'inasprimento della politica monetaria a partire dall'estate del 2022 ha determinato un forte aumento dei SIFIM per i depositi e un brusco calo degli stessi per i prestiti. Data l'entità dei depositi detenuti dalle famiglie rispetto ai prestiti, ciò ha avuto in ultima analisi un impatto positivo sui relativi redditi netti da capitale, con un aumento dei SIFIM dall'1,7 per cento medio del reddito disponibile delle famiglie nella prima metà del 2022 al 2,1 per cento nella prima metà del 2023.

Grafico C

Servizi di intermediazione finanziaria misurati indirettamente

(in percentuale del reddito disponibile delle famiglie)



Fonti: conti settoriali trimestrali di BCE ed Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i SIFIM sui depositi sono calcolati come differenza tra gli interessi percepiti dalle famiglie dopo l'attribuzione dei SIFIM e quelli effettivamente ricevuti, mentre quelli sui prestiti sono pari alla differenza tra gli interessi effettivamente versati e quelli pagati dopo la citata attribuzione. L'impatto netto dei SIFIM sul reddito netto da interessi delle famiglie e di riflesso sul reddito netto da capitale delle stesse è quindi pari alla somma dei SIFIM su depositi e prestiti. L'ultima osservazione si riferisce al secondo trimestre del 2023.

Il reddito disponibile comprende anche i fitti figurativi, che incidono sul margine operativo lordo delle famiglie.

Questo margine, registrato nelle contabilità nazionali, misura la produzione dei servizi abitativi destinati all'uso delle famiglie al netto dei consumi intermedi necessari per tale produzione (ad esempio i SIFIM sui mutui ipotecari) e delle imposte. La produzione dei servizi abitativi destinati al consumo delle famiglie è rappresentata dai fitti figurativi che le famiglie

⁹ Per una valutazione dell'impatto dei SIFIM nel caso della Francia, con particolare attenzione ai prezzi al consumo, cfr. INSEE, "Economic Outlook – Cooling", *Conjoncture in France*, dicembre 2022.

avrebbero percepito se avessero dato in affitto l'abitazione di proprietà in cui risiedono¹⁰.

L'aumento eccezionalmente marcato del margine operativo lordo nella prima metà del 2023 è attribuibile sia ai fitti figurativi più elevati sia alla riduzione dei SIFIM per i mutui ipotecari. È probabile che i fitti figurativi abbiano risentito positivamente dell'aumento dell'inflazione dei canoni di locazione; questa, secondo l'indice dei prezzi degli affitti utilizzato ai fini dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per misurare i canoni di locazione effettivamente pagati dai locatari, è salita da una media del 2 per cento nella seconda metà del 2022 al 2,6 per cento nella prima metà del 2023, raggiungendo livelli storicamente elevati (cfr. il grafico D). Allo stesso tempo, è probabile che i SIFIM sui mutui ipotecari siano diminuiti considerevolmente in parallelo con il calo dei SIFIM sui prestiti totali nella prima metà del 2023 (cfr. il grafico C). Entrambi i fattori, ossia l'aumento dei fitti figurativi e la diminuzione dei SIFIM sui mutui ipotecari, possono spiegare il significativo incremento del margine operativo lordo delle famiglie nella prima metà del 2023¹¹.

Grafico D Inflazione dei canoni di locazione

(variazioni percentuali sui dodici mesi; medie trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'ultima osservazione riguarda il terzo trimestre del 2023 e si riferisce a ottobre 2023.

Le modeste prospettive per i consumi privati appaiono in linea con la valutazione negativa dei consumatori riguardo al recente andamento del reddito reale. Sebbene nelle contabilità nazionali i SIFIM e i fitti figurativi siano aggiunti al reddito disponibile delle famiglie, essi non contribuiscono ai flussi di cassa

¹⁰ L'inclusione dei fitti figurativi nelle contabilità nazionali è importante al fine di ottenere una rilevazione completa delle attività immobiliari (affittuari e proprietari occupanti). In tal modo è garantita la comparabilità internazionale del PIL e del reddito nazionale, giacché i tassi di proprietà delle abitazioni di residenza potrebbero differire in maniera significativa da un paese all'altro. Tuttavia, poiché i fitti figurativi non sono direttamente osservabili, è necessario effettuarne una stima.

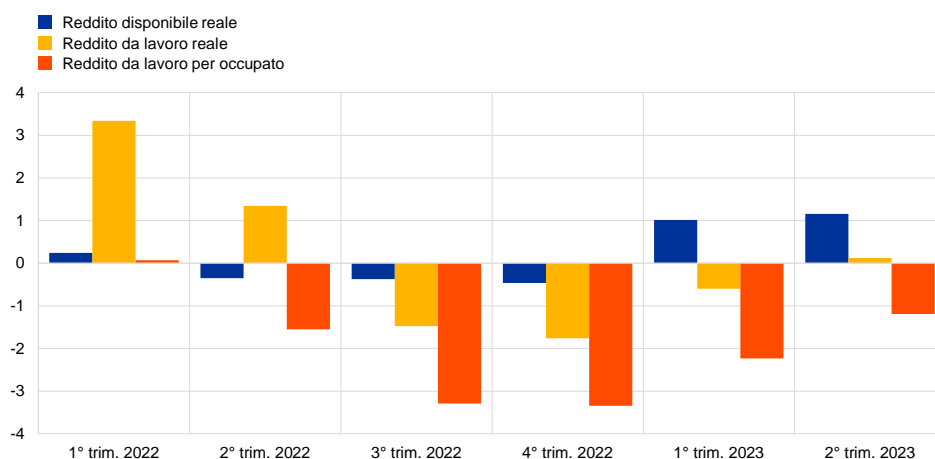
¹¹ Il fatto che i SIFIM sui mutui ipotecari siano aggiunti al reddito disponibile delle famiglie tramite il reddito netto da capitale e dedotti dal reddito di queste tramite il margine operativo lordo (e tramite il reddito misto per le famiglie che sono effettivamente proprietarie), significa che questi non hanno alcun impatto sul reddito disponibile delle famiglie, per cui l'effetto complessivo dei servizi di intermediazione su tale reddito è di fatto determinato dai SIFIM sui depositi e sui prestiti al consumo. Questa dinamica non corrisponde ai SIFIM evidenziati nei grafici B e C, che mostrano l'impatto dei citati servizi di intermediazione sui redditi netti da capitale delle famiglie, per i quali sono disponibili dati ufficiali.

di queste e si potrebbe pertanto non tenerne conto nella percezione che hanno del proprio reddito. Di conseguenza, è improbabile che queste fonti di reddito svolgano un ruolo di rilievo nell'andamento dei consumi privati¹². Un indicatore della crescita reddituale che dovrebbe approssimarsi maggiormente alla reale percezione di reddito da parte delle famiglie è il reddito da lavoro. Di fatto, la deflazione dei redditi da lavoro dipendente e dei redditi per occupato con l'indice dei prezzi al consumo suggerisce che la crescita del reddito reale, nella percezione più probabile delle famiglie, sia stata più debole della crescita del reddito disponibile reale misurata nelle contabilità nazionali (cfr. il grafico E). Ciò, a sua volta, è in linea con la valutazione pessimistica, espressa in sede di indagine dai consumatori, della recente dinamica del reddito reale (cfr. il grafico A) e quindi con le modeste prospettive per i consumi privati¹³.

Grafico E

Andamenti del reddito reale delle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'andamento del reddito reale è calcolato applicando al reddito nominale il deflatore dei prezzi al consumo.

¹² Questo è in linea con il risultato secondo cui la propensione al consumo sembra essere maggiore per le voci di reddito più liquide (come il reddito da lavoro) e viceversa. Cfr. de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., "Disaggregated income and wealth effects in the largest euro area countries", Working Paper Series, n. 2343, BCE, dicembre 2019.

¹³ Per una valutazione delle prospettive per i consumi privati, cfr. la sezione sull'andamento dell'attività economica in questo numero del Bollettino.

6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 2 agosto al 31 ottobre 2023

a cura di Denis Lungu e Kristian Tötterman

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2023. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 2 agosto al 31 ottobre 2023 (il "periodo di riferimento").

Il Consiglio direttivo ha innalzato i tre tassi di riferimento della BCE di 25 punti base sia nella riunione del 27 luglio sia in quella del 14 settembre 2023.

Tali aumenti sono entrati in vigore rispettivamente nel quinto e nel sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2023. Nella riunione tenuta il 27 luglio il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di ridurre allo 0 per cento la remunerazione della riserva obbligatoria che le banche sono tenute a detenere presso la rispettiva banca centrale nazionale dell'Eurosistema. Tale riduzione è entrata in vigore all'inizio del sesto periodo di mantenimento.

La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel periodo di riferimento. Ciò è dipeso principalmente dalla scadenza della quinta operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e dalla restituzione anticipata da parte delle banche, il 27 settembre 2023, di altri fondi ottenuti mediante le OMRLT. In una certa misura, è stato anche il risultato della riduzione dell'entità del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) a seguito dell'interruzione, da parte dell'Eurosistema, dei reinvestimenti nell'ambito di tale programma a partire dal 1° luglio. Nondimeno, la riduzione dell'offerta di liquidità è stata in parte compensata dal protratto calo dei fattori autonomi netti, iniziato con la fine del periodo di tassi di interesse negativi a luglio 2022, principalmente a causa di un calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche.

Fabbisogno di liquidità

Il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 101,3 miliardi di euro, scendendo a 1.735,0 miliardi nel periodo di riferimento.

Rispetto al terzo e al quarto periodo di mantenimento del 2023, il calo è quasi interamente imputabile a una flessione, pari a 101,3 miliardi di euro, dei fattori autonomi netti, che hanno raggiunto 1.570,0 miliardi (cfr. la sezione "Altre informazioni basate sulla liquidità" della tavola A), determinata da una contrazione dei fattori autonomi di assorbimento della liquidità e da un aumento dei fattori autonomi di immissione della liquidità. Le riserve obbligatorie minime sono rimaste invariate a 165 miliardi di euro.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità si sono ridotti di 83,0 miliardi di euro, raggiungendo 2.720,6 miliardi, principalmente a causa di un calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche e degli altri fattori autonomi. I depositi delle amministrazioni pubbliche (cfr. la sezione “Passività” della tavola A) sono scesi, in media, di 32,8 miliardi di euro durante il periodo di riferimento, fino a raggiungere 222,6 miliardi; la maggior parte della flessione si è verificata nel corso del quinto periodo di mantenimento. Il calo riflette il proseguimento della normalizzazione del volume complessivo delle riserve liquide detenute dalle tesorerie nazionali e, all'interno di tali riserve, un

aggiustamento delle loro strategie di gestione della liquidità dovuto alle variazioni nella remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, che hanno reso finanziariamente più appetibile collocare fondi sul mercato.

Più specificamente, a partire dal 1° maggio 2023, la BCE ha abbassato il massimale per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, rendendolo pari al tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) meno 20 punti base. In base alla nozione di limite

massimo, le banche centrali nazionali dell'Eurosistema potrebbero decidere di discostarsi da tale limite e remunerare i depositi delle amministrazioni pubbliche a un tasso inferiore al limite stesso. Ad esempio, a partire dal 1° ottobre 2023 la Deutsche Bundesbank ha fissato un tasso di interesse pari allo 0 per cento per la remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche nazionali. Tuttavia, l'effetto al ribasso di tale variazione sui depositi delle amministrazioni pubbliche interessati è stato compensato dalle variazioni stagionali al rialzo degli altri depositi delle amministrazioni pubbliche. La normalizzazione delle condizioni di mercato dei pronti contro termine e i relativi tassi più elevati rispetto all'€STR hanno inoltre reso gli investimenti di mercato un'opzione più interessante rispetto ai depositi presso l'Eurosistema. Il valore medio delle banconote in circolazione è diminuito di 5,5 miliardi di euro nel periodo di riferimento, scendendo a 1.559,8 miliardi di euro e riflettendo la prosecuzione della riduzione delle disponibilità di banconote osservata a partire dal momento in cui i tassi di riferimento della BCE sono diventati positivi. Anche gli altri fattori autonomi sono diminuiti in media di 44,7 miliardi di euro. La flessione riflette diverse variazioni di altre attività di diverso tipo e del conto di rivalutazione.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 18 miliardi di euro, collocandosi a 1.150,8 miliardi. Nel periodo di riferimento le attività nette

denominate in euro sono cresciute di 28,5 miliardi. L'aumento va ricondotto in larga misura alla protratta diminuzione delle passività denominate in euro nei confronti di non residenti nell'area dell'euro. A sua volta ciò riflette un aggiustamento delle strategie di gestione della liquidità dei clienti dei servizi di gestione delle riserve offerti dall'Eurosistema (Eurosystem Reserve Management Services, ERMS), giacché anche la remunerazione dei depositi detenuti nell'ambito dei servizi ERMS è stata modificata a partire dal 1° maggio 2023. Le attività nette sull'estero sono diminuite di 10,5 miliardi di euro, compensando in parte il suddetto calo di altri fattori autonomi.

La tavola A fornisce una panoramica delle condizioni di liquidità dell'Eurosistema, comprese le variazioni dei fattori autonomi discusse in precedenza¹.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 agosto 2023 - 31 ottobre 2023						Periodo di riferimento precedente: 10 maggio 2023 - 1 agosto 2023	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 2 agosto - 19 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 20 settembre - 31 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.720,6	(-83,0)	2.735,5	(-48,0)	2.703,3	(-32,1)	2.803,6	(-128,3)
Banconote in circolazione	1.559,8	(-5,5)	1.564,2	(-2,8)	1.554,7	(-9,5)	1.565,4	(+8,2)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	222,6	(-32,8)	222,5	(-31,9)	222,7	(+0,3)	255,4	(-114,3)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	938,2	(-44,7)	948,8	(-13,3)	925,8	(-23,0)	982,9	(-22,3)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	9,5	(-5,1)	9,0	(-3,3)	10,0	(+1,0)	14,5	(-6,8)
Riserve obbligatorie minime²⁾	165,0	(-0,0)	165,3	(+0,2)	164,5	(-0,7)	165,0	(-0,3)
Depositi presso la banca centrale	3.615,1	(-300,3)	3.647,4	(-57,0)	3.577,4	(-70,1)	3.915,4	(-130,0)
Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning) di assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 agosto 2023 - 31 ottobre 2023						Periodo di riferimento precedente: 10 maggio 2023 - 1 agosto 2023	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 2 agosto - 19 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 20 settembre - 31 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.150,8	(+18,0)	1.139,5	(+19,6)	1.164,0	(+24,5)	1.132,8	(+61,8)
Attività nette sull'estero	927,5	(-10,5)	924,3	(-3,4)	931,2	(+6,9)	938,0	(+6,1)
Attività nette denominate in euro	223,3	(+28,5)	215,2	(+23,1)	232,8	(+17,7)	194,8	(+55,8)
Strumenti di politica monetaria	5.359,5	(-406,7)	5.417,9	(-128,1)	5.291,5	(-126,4)	5.766,2	(-327,1)
Operazioni di mercato aperto	5.359,4	(-406,7)	5.417,8	(-128,1)	5.291,4	(-126,4)	5.766,1	(-327,2)
Operazioni di credito	568,2	(-329,3)	606,6	(-86,3)	523,5	(-83,1)	897,5	(-274,7)
ORP	6,8	(+0,5)	5,6	(-5,3)	8,1	(+2,6)	6,3	(+5,0)
ORLT a tre mesi	8,2	(+4,3)	8,9	(+3,4)	7,4	(-1,5)	3,8	(+1,4)
OMRLT-III	553,3	(-334,2)	592,2	(-84,4)	508,0	(-84,1)	887,5	(-281,1)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.791,2	(-77,3)	4.811,2	(-41,8)	4.767,9	(-43,3)	4.868,6	(-52,5)
Operazione di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.

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

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 2 agosto 2023 - 31 ottobre 2023						Periodo di riferimento precedente: 10 maggio 2023 - 1 agosto 2023	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 2 agosto - 19 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 20 settembre - 31 ottobre		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	1.735,0	(-101,3)	1.761,4	(-67,8)	1.704,1	(-57,3)	1.836,3	(-190,4)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.570,0	(-101,3)	1.596,1	(-68,0)	1.539,6	(-56,6)	1.671,3	(-190,1)
Liquidità in eccesso ³⁾	3.624,5	(-305,3)	3.656,4	(-60,2)	3.587,3	(-69,0)	3.929,8	(-136,8)

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 2 agosto 2023 - 31 ottobre 2023				Periodo di riferimento precedente: 10 maggio 2023 - 1 agosto 2023			
	Quinto periodo di mantenimento: 2 agosto - 19 settembre		Sesto periodo di mantenimento: 20 settembre - 31 ottobre		Terzo periodo di mantenimento		Quarto periodo di mantenimento	
ORP	4,37	(+0,49)	4,25	(+0,25)	4,50	(+0,25)	3,88	(+0,61)
Operazioni di rifinanziamento marginale	4,62	(+0,49)	4,50	(+0,25)	4,75	(+0,25)	4,13	(+0,61)
Depositi presso la banca centrale	3,87	(+0,49)	3,75	(+0,25)	4,00	(+0,25)	3,38	(+0,61)
€STR	3,767	(+0,492)	3,652	(+0,251)	3,901	(+0,249)	3,275	(+0,607)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,797	(+0,529)	3,687	(+0,286)	3,926	(+0,239)	3,267	(+0,607)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.

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

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Durante il periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 406,7 miliardi di euro, raggiungendo 5.359,5 miliardi (cfr. il grafico A). La riduzione della liquidità è stata principalmente determinata da un calo delle operazioni di credito.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 329,3 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 568,2 miliardi. Il calo riflette in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III dovuta a: a) la scadenza della quinta operazione nell'ambito delle OMRLT-III (66,7 miliardi di euro) e i rimborsi anticipati di altri fondi OMRLT (34,2 miliardi) il 27 settembre e b) la scadenza della quarta operazione nell'ambito delle OMRLT-III (476,8 miliardi) e i rimborsi anticipati di altri fondi (29,5 miliardi) il 28 giugno, che incidono ancora sul livello medio delle operazioni di credito nel precedente periodo di riferimento. Con incrementi medi rispettivamente di 0,5 e 4,3 miliardi di euro, le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine a tre mesi hanno compensato solo una piccola parte della liquidità drenata attraverso i rimborsi delle OMRLT-III. I limitati aumenti di queste operazioni riflettono le adeguate posizioni di liquidità delle banche e la disponibilità di fonti di finanziamento alternative.

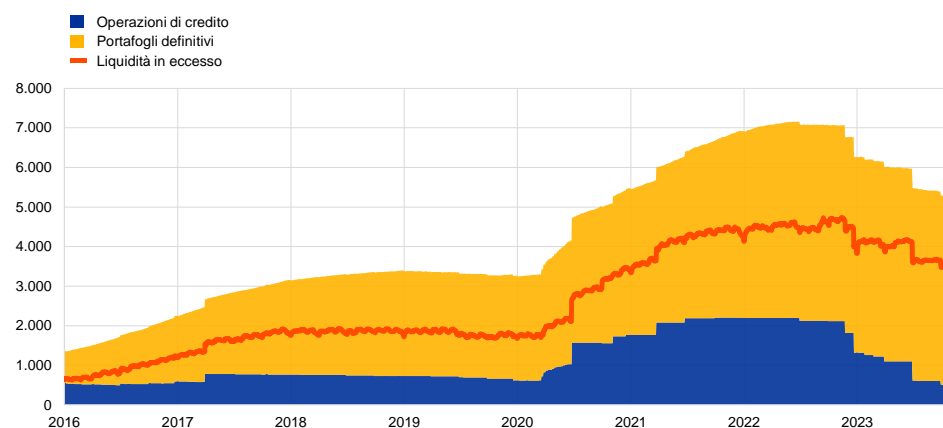
L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 77,3 miliardi di euro nel periodo di riferimento. Tale diminuzione è dovuta all'interruzione dei reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA dal 1° luglio 2023. Nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato

interamente reinvestito a partire dall'interruzione degli acquisti netti alla fine di marzo 2022².

Grafico A

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

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 31 ottobre 2023.

Eccesso di liquidità

La liquidità media in eccesso è diminuita di 305,3 miliardi di euro, raggiungendo 3.624,5 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver segnato il valore massimo di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità media in eccesso è progressivamente diminuita, principalmente per effetto delle operazioni in scadenza e dei rimborsi anticipati nell'ambito delle OMRLT-III. A tale flessione ha contribuito anche l'interruzione dei reinvestimenti nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2023.

Andamenti dei tassi di interesse

L'€STR è aumentato di 47,8 punti base, passando dal 3,404 per cento segnato il 1° agosto, ultimo giorno del precedente periodo di riferimento, al 3,882 per cento il 31 ottobre, ultimo giorno dell'attuale periodo di riferimento, riflettendo

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

i rialzi dei tassi di riferimento della BCE³. La trasmissione degli aumenti di agosto e settembre 2023 dei tassi di riferimento al mercato monetario overnight non garantito è stata completa e immediata. Gli effetti di fine trimestre e di fine mese sull'€STR sono stati lievemente più pronunciati a settembre e ottobre. Ciò è riconducibile ai tentativi delle banche di ottimizzare l'aggregato soggetto a riserva al fine di ridurre l'obbligo di riserva rispettivamente per il settimo e l'ottavo periodo di mantenimento delle riserve del 2023. Alla fine di settembre e ottobre l'€STR si è collocato, rispettivamente, di 12 e 11,8 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, ovvero livelli lievemente superiori al differenziale medio, pari a 10,8 punti base, per la fine dei trimestri e dei mesi del 2023.

Il tasso dei pronti contro termine dell'area dell'euro, misurato dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index), è aumentato di 49,6 punti base, passando dal 3,438 per cento del 1° agosto al 3,934 per cento del 31 ottobre. Analogamente al mercato monetario non garantito, la trasmissione degli incrementi dei tassi di riferimento della BCE al mercato monetario garantito è stata immediata e completa. Il funzionamento del mercato dei pronti contro termine è rimasto ordinato per effetto di diversi fattori, tra cui le più elevate emissioni nette dall'inizio dell'anno e lo svincolo delle garanzie movimentate nel quadro delle OMRLT in scadenza, nonché un calo delle consistenze in essere del PAA.

³ Il tasso del 31 ottobre è stato influenzato dagli effetti di fine mese in quel mese.

Il reddito netto da interessi di famiglie e imprese¹

a cura di Gabe de Bondt, Georgi Krustev, Michal Slavik e Mika Tujula

Il presente riquadro esamina gli andamenti del reddito netto da interessi di famiglie e imprese in presenza di tassi di interesse in aumento. Dopo un decennio di tassi bassi, a luglio 2022 la BCE ha dato inizio a una serie di rialzi dei tassi di riferimento. Le variazioni di questi ultimi incidono sui tassi di interesse percepiti sulle attività fruttifere, come i depositi bancari, e su quelli corrisposti sulle passività gravate da interessi, quali prestiti e obbligazioni. Questi, a loro volta, si ripercuotono sul reddito da interessi percepito e versato da famiglie e imprese, al pari dell'entità, della vita residua e del tempo di rivalutazione delle attività e delle passività che generano interessi. Il reddito netto da interessi, ossia la differenza tra interessi percepiti e interessi versati, coglie un canale diretto attraverso il quale le variazioni dei tassi di riferimento della BCE si trasmettono ai risparmiatori e ai prenditori attraverso i tassi di interesse applicati alle attività e alle passività da questi detenute². Ciò si aggiunge agli incentivi forniti dai tassi di interesse offerti su nuovi prestiti e strumenti di risparmio, nonché ad altri canali di trasmissione che interessano famiglie e imprese ed esulano dall'ambito del presente riquadro³.

Negli ultimi anni il reddito netto da interessi di famiglie e imprese a livello aggregato dell'area dell'euro è stato negativo. Analogamente, anche settori come le amministrazioni pubbliche e, in misura molto inferiore, il resto del mondo hanno registrato un reddito netto da interessi negativo. Ciò è in evidente contrasto con quanto osservato per le società finanziarie, che hanno generato un elevato reddito netto positivo da interessi. A partire dal 2007, nell'area dell'euro, gli interessi versati hanno superato quelli incassati di un ammontare massimo pari all'1 per cento del PIL nel caso delle famiglie e al 2,5 per cento nel caso delle imprese (cfr. il grafico A). Nell'ultimo ciclo di rialzo dei tassi della BCE il reddito netto da interessi di famiglie e imprese ha subito variazioni differenti. Per le imprese dell'area dell'euro il reddito netto da interessi in rapporto al PIL è diminuito di 0,3 punti percentuali a partire dalla

¹ Il testo è stato aggiornato in data 30 gennaio 2024 rimuovendo il segmento relativo all'andamento del reddito netto da interessi delle famiglie in Spagna. La precedente versione conteneva un errore nel grafico C per le famiglie spagnole, che ha portato a una sovrastima degli andamenti in Spagna.

² L'argomento trattato nel presente riquadro è il reddito netto da interessi prima dell'attribuzione dei servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM), in quanto riflette in modo più accurato i tassi di interesse effettivi applicati a prestiti e depositi. Tale misura differisce da quella impiegata nei conti nazionali, in cui il reddito netto da interessi è registrato dopo l'attribuzione dei SIFIM: ciò significa che gli interessi versati e quelli percepiti sono calcolati come se depositi e prestiti fossero remunerati sulla base di un tasso di riferimento, o del tasso di rifinanziamento interbancario. I SIFIM sono utilizzati nei conti nazionali per calcolare il valore dei servizi di intermediazione forniti da istituzioni finanziarie che non prevedono oneri espliciti per il servizio. Per maggiori informazioni, cfr. il capitolo 14 del [Regolamento \(UE\) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea](#) (GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1) e "Household Income", *Economic Outlook*, INSEE, 15 dicembre 2022.

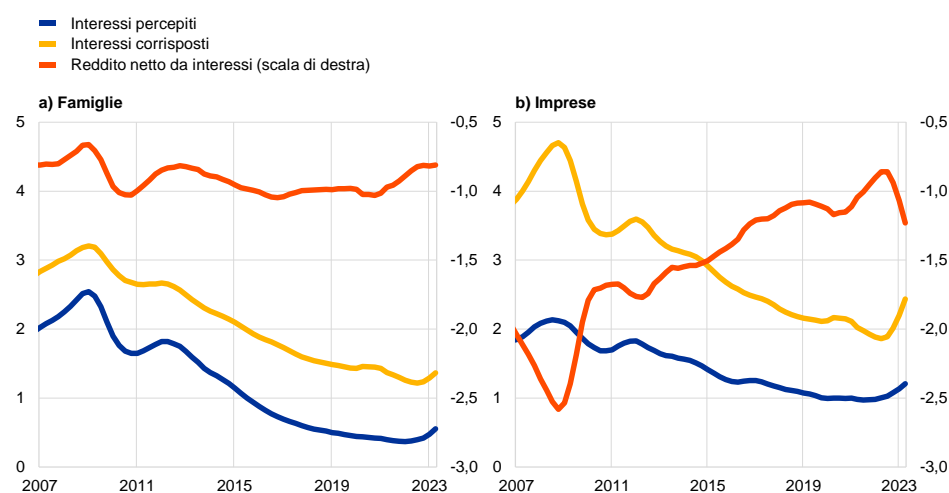
³ Per maggiori informazioni sull'argomento, cfr. il riquadro 3 *Bassi tassi d'interesse e reddito netto da interessi delle famiglie* nel numero 4/2016 di questo Bollettino. Per una descrizione dei principali canali di trasmissione della politica monetaria, cfr. "The banking channel of monetary policy 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 il 12 luglio 2023.

fine del 2021, mentre il reddito netto da interessi delle famiglie è aumentato di 0,1 punti percentuali. Questi andamenti antitetici riflettono una più graduale rivalutazione degli interessi corrisposti dalle famiglie sul proprio debito in essere rispetto a quanto si osserva per le imprese; ciò è in gran parte connesso al fatto che le famiglie detengono una quota di prestiti a tasso fisso più elevata⁴.

Grafico A

Interessi percepiti, interessi corrisposti e reddito netto da interessi di famiglie e imprese nell'area dell'euro

(flussi di quattro trimestri in percentuale del prodotto interno lordo nominale)



Fonti: dati dei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat e della BCE ed elaborazioni degli autori.
 Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

La differenza tra i tassi di interesse percepiti sulle attività e quelli corrisposti sulle passività è un'importante determinante del reddito netto.

Malgrado una posizione attiva netta nominale positiva, il fatto che il reddito netto da interessi delle famiglie a livello aggregato dell'area dell'euro sia negativo indica che il tasso di interesse medio corrisposto sul debito in essere è superiore al tasso di interesse medio incassato sui depositi in essere, a causa dei servizi di trasformazione delle scadenze forniti dalle società finanziarie e dei relativi margini di intermediazione (cfr. il grafico B). In termini di dinamiche, dalla fine del 2021 il reddito netto da interessi delle famiglie dell'area dell'euro ha beneficiato della graduale correzione dei tassi sui mutui in essere, data la loro durata più lunga, nonostante il rapido aumento dei tassi applicati ai nuovi contratti di mutuo. Sebbene le famiglie stiano attivamente ricomponendo i propri portafogli di attività a favore di depositi vincolati e titoli di debito, gli interessi percepiti sono stati limitati dall'elevata quota di risparmio detenuta nei depositi a vista. Questi tendono ad avere una remunerazione inferiore e sono meno reattivi alle variazioni dei tassi di riferimento. Il tasso di interesse ricavato dal reddito da interessi incassato dalle famiglie segue un andamento simile al tasso di interesse composito sui loro depositi in essere. Un quadro analogo emerge per i tassi di interesse corrisposti e ricevuti dalle imprese, benché dal reddito da interessi percepito si ricavi un tasso di interesse di gran lunga superiore al tasso di interesse

⁴ Per la quota di prestiti a tasso fisso di famiglie e imprese nell'area dell'euro, cfr. Lane, P. R., op. cit.

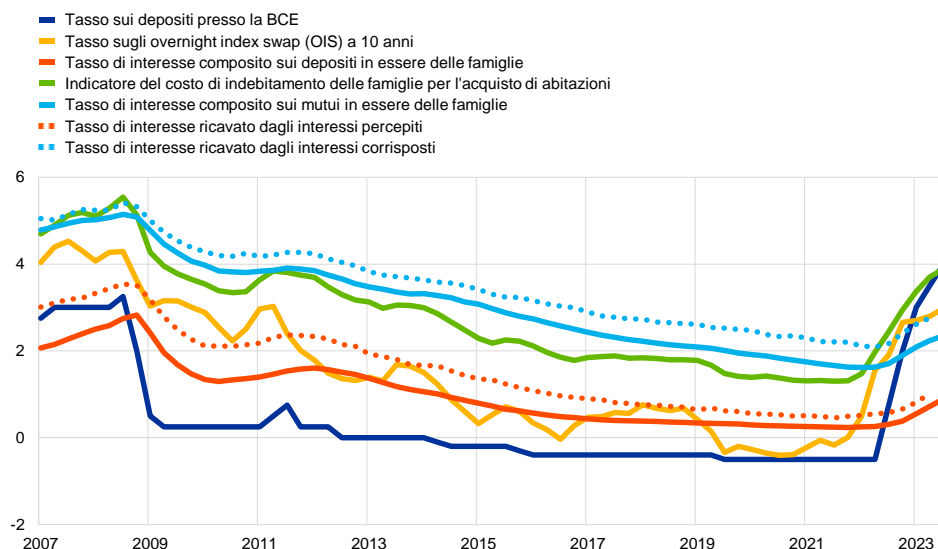
composito sui depositi in essere. Tali depositi rappresentano solo un terzo circa delle attività fruttifere delle imprese, la maggior parte delle quali è costituita da prestiti intersocietari a più alto rendimento.

Grafico B

Tassi di interesse su depositi e prestiti a famiglie e imprese dell'area dell'euro

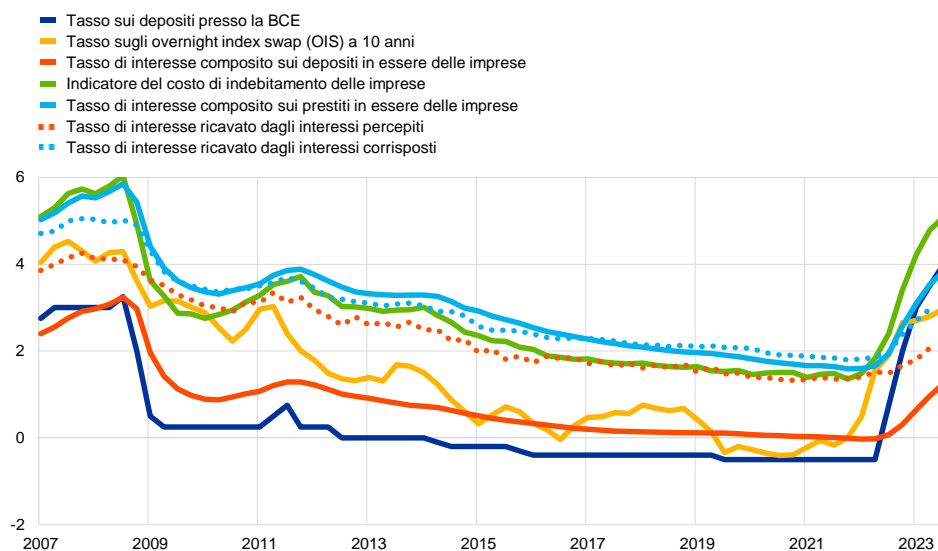
a) Famiglie

(valori percentuali in ragione d'anno)



b) Imprese

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: dati dei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat e della BCE, dati sui tassi di interesse delle IFM, dati desunti dalle voci di bilancio ed elaborazioni degli autori.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023 per i tassi di interesse ricavati e al terzo trimestre del 2023 per le altre voci. Per le famiglie il tasso composito sui depositi è calcolato come media ponderata dei tassi di interesse applicati ai depositi a vista, ai depositi con scadenza prestabilita e ai depositi rimborsabili con preavviso. Per le imprese il tasso composito sui depositi è calcolato come media ponderata dei tassi di interesse applicati ai depositi a vista, ai depositi con scadenza prestabilita e ai pronti contro termine, con le corrispondenti ponderazioni.

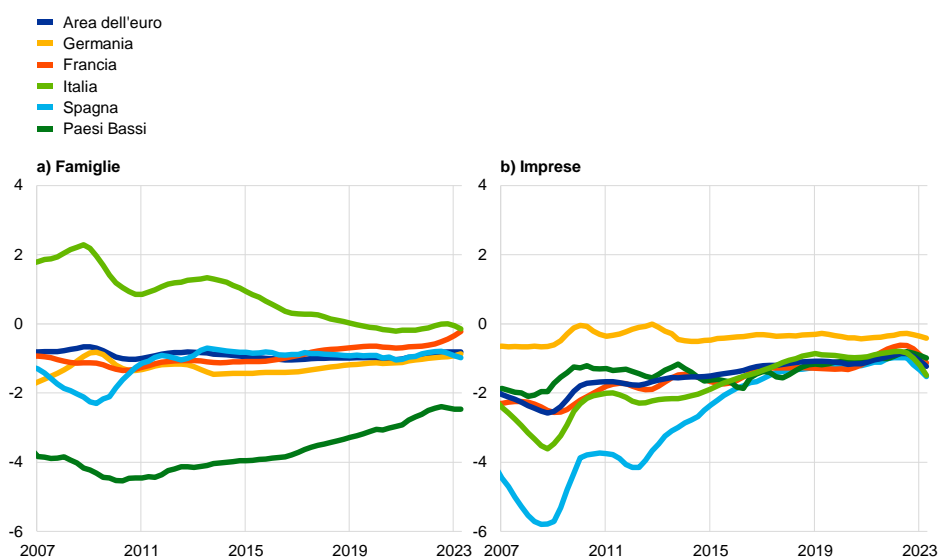
Il reddito netto da interessi a livello di area dell'euro cela notevoli differenze tra paesi, che riflettono principalmente l'eterogeneità delle posizioni patrimoniali

nette dei vari settori. Tra i cinque maggiori paesi dell'area, il reddito netto da interessi delle famiglie è notevolmente più negativo nei Paesi Bassi (cfr. il grafico C). Nel 2023 il reddito netto da interessi delle famiglie è stato pari a circa il -2 per cento del PIL nei Paesi Bassi, mentre negli altri grandi paesi dell'area dell'euro la percentuale è stata prossima allo zero. Le famiglie italiane si trovano all'estremo opposto, con un reddito netto da interessi da lungo tempo positivo, divenuto solo lievemente negativo nel 2020. Se si considerano gli ultimi trimestri, il reddito netto da interessi delle famiglie è stato relativamente stabile in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro. Dall'inizio del ciclo di rialzi dei tassi nel 2022 il reddito netto da interessi delle imprese è diminuito in tutti i paesi, per effetto di un'ampia quantità, in termini aggregati, di debito societario con scadenze a breve termine o a tassi variabili, sebbene con differenze significative tra un paese e l'altro.

Grafico C

Reddito netto da interessi nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(flussi di quattro trimestri in percentuale del prodotto interno lordo nominale)



Fonti: dati dei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat e della BCE ed elaborazioni degli autori.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

Anche le attività fruttifere nette sono state una determinante importante dell'andamento del reddito netto da interessi e mostrano notevoli differenze tra i vari paesi. Nel caso delle famiglie le attività fruttifere superano le passività in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro ad eccezione dei Paesi Bassi (cfr. il grafico D)⁵. Nel confronto con gli altri grandi paesi dell'area, le attività fruttifere nette sono state stabilmente più elevate in Italia, di riflesso a un minore livello di indebitamento e a maggiori disponibilità di attività che generano interessi, in particolare titoli di debito emessi dallo Stato. In Italia, tuttavia, a partire dalla fine del 2009 le attività fruttifere nette in percentuale del PIL sono diminuite in

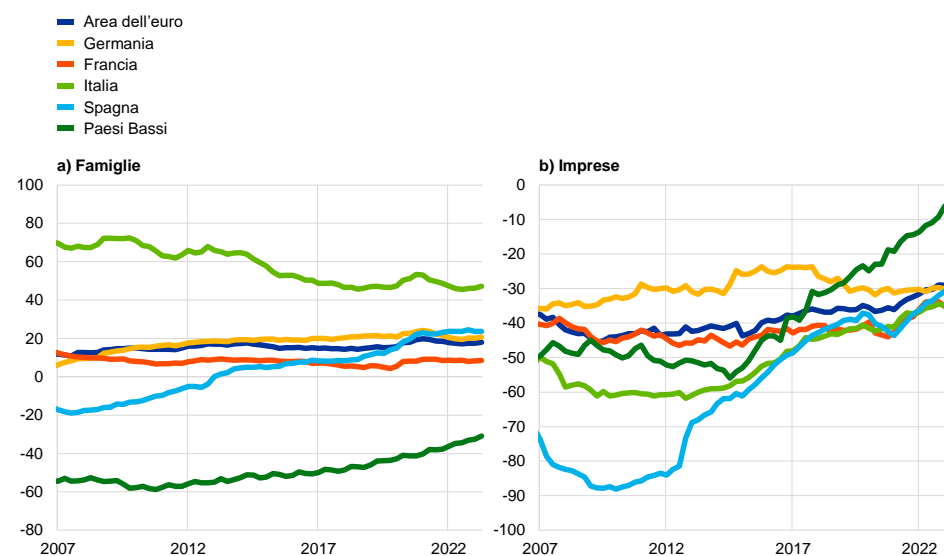
⁵ Oltre ai depositi e ai titoli di debito, le famiglie possono investire i propri risparmi anche nell'acquisto di azioni, quote in fondi di investimento, assicurazioni sulla vita, prodotti pensionistici e beni immobili. Nel secondo trimestre del 2023 le posizioni patrimoniali nette delle famiglie, ossia la differenza tra il totale delle attività detenute e il totale delle passività costituite da strumenti di debito, si sono collocate tra il 420 e il 607 per cento del PIL nei cinque maggiori paesi membri dell'area dell'euro.

conseguenza di un calo delle consistenze di titoli di debito, che è alla base della convergenza del reddito netto da interessi verso il totale dell'area dell'euro. Quanto ai Paesi Bassi, l'enorme diffusione passata dei mutui solo interessi spiega perché le passività superino le attività fruttifere e il reddito netto da interessi sia inferiore a quello dell'area dell'euro nel suo complesso. In Spagna le attività fruttifere nette sono aumentate a partire dalla crisi finanziaria mondiale, riflettendo un calo dell'indebitamento che, insieme all'elevata quota di prestiti a tasso variabile e al calo dei tassi, ha determinato un miglioramento del reddito netto da interessi. Per ciò che concerne le imprese, le passività gravate da interessi superano le attività in tutti i maggiori paesi dell'area dell'euro. Nell'ultimo decennio le attività fruttifere nette in percentuale del PIL sono rimaste relativamente stabili in Germania e Francia, ma hanno mostrato una costante tendenza al rialzo in Spagna, Italia e Paesi Bassi. In Spagna e in Italia il miglioramento del reddito netto da interessi a partire dal 2012 è principalmente riconducibile a un calo dell'indebitamento, unito a un'elevata quota di debito a tasso variabile e a tassi di interesse più bassi.

Grafico D

Attività fruttifere nette nell'area dell'euro e nei suoi maggiori paesi

(consistenze in percentuale dei flussi di quattro trimestri del prodotto interno lordo nominale)



Fonti: dati dei conti settoriali trimestrali dell'Eurostat e della BCE ed elaborazioni degli autori.

Note: per attività fruttifere nette si intende la differenza tra il totale delle attività fruttifere di un settore istituzionale e le relative passività costituite da strumenti di debito. Le attività fruttifere includono le consistenze di depositi, i titoli di debito detenuti direttamente e i prestiti erogati. Nel caso delle famiglie, le passività costituite da strumenti di debito includono i prestiti ricevuti da tutti i settori istituzionali; nel caso delle imprese, a questi si aggiungono i titoli di debito emessi. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2023.

In sintesi l'effetto degli aumenti dei tassi di interesse sul reddito netto da interessi è diverso a seconda che il settore istituzionale, su base netta, agisca da prestatore o prestatore. L'aumento dei tassi incide negativamente sui settori istituzionali che devono prendere fondi in prestito, a causa dei più elevati costi di finanziamento; per contro, i risparmiatori netti guadagnano di più perché possono beneficiare di tassi di interesse più elevati sulle proprie attività. Inoltre, le variazioni dei tassi di interesse incassati e versati sulle consistenze di attività e passività si verificano solo gradualmente, man mano che gli strumenti a tasso variabile si rivalutano e gli strumenti a tasso fisso preesistenti giungono a scadenza. Il reddito

netto da interessi delle famiglie dell'area dell'euro è aumentato dello 0,1 per cento del PIL dalla fine del 2021, stimolando in misura lieve la spesa per consumi privati attraverso la propensione marginale al consumo finanziato con reddito da interessi. Il suo effetto positivo sui consumi, tuttavia, è stato inferiore a quello negativo esercitato dalla trasmissione dei più elevati tassi di interesse attraverso altri canali. Per contro, dalla fine del 2021 il reddito netto da interessi delle imprese è diminuito dello 0,3 per cento del PIL, traducendosi in minori investimenti data la sensibilità di questi ultimi ai flussi di cassa.

a cura di Ramón Adalid, Max Lampe e Silvia Scopel

Il ciclo di rialzo dei tassi di interesse di riferimento, iniziato a metà del 2022, ha indotto le banche ad aumentare la remunerazione dei depositi. Finora la BCE ha innalzato i tre tassi di interesse di riferimento di 450 punti base nel corso del ciclo restrittivo. Rispetto ai livelli osservati alla fine di maggio 2022, poco prima che venisse annunciata l'intenzione di aumentare i tassi di interesse durante la conferenza stampa di giugno, i tassi di interesse sui nuovi depositi a termine sono aumentati di 372 punti base e quelli sui depositi overnight di 50 punti base.

Ciononostante, i tassi sui depositi rimangono leggermente al di sotto dei valori storici se confrontati con i tassi di riferimento, in particolare per le famiglie e principalmente per i relativi depositi overnight. In un contesto di tassi di interesse positivi la remunerazione sui depositi a termine tende a seguire da vicino il tasso di riferimento¹. A ottobre 2023 per i nuovi depositi a termine con una scadenza fino a due anni, alle imprese e famiglie dell'area dell'euro venivano offerti tassi di interesse annui del 3,70 e 3,27 per cento, rispettivamente. Ciò implica dei differenziali con il tasso di riferimento pari a -30 e -73 punti base, rispettivamente. A ottobre il differenziale per i depositi a termine era in linea con le regolarità storiche nel caso delle imprese, mentre per le famiglie era lievemente più ampio, ma non senza precedenti, risultando sostanzialmente simile a quello osservato all'inizio del 2001, al picco del ciclo restrittivo del periodo 2000-2001. A differenza dei depositi a termine, la remunerazione sui depositi overnight resta in genere ben al di sotto del tasso di riferimento quando i tassi sono ampiamente superiori allo zero, riflettendo i servizi di pagamento, liquidità e convenienza offerti dai depositi a vista (cfr. il pannello a) del grafico A)². Anche la loro remunerazione varia lentamente e, di conseguenza, il differenziale rispetto al tasso di riferimento tende ad ampliarsi durante i cicli di inasprimento. Tale ampliamento è coerente con la nozione secondo cui costi di trasferimento elevati conferiscono potere di mercato alle banche, soprattutto per i depositi a vista³. A ottobre 2023 tali depositi offrivano un differenziale negativo considerevolmente più ampio rispetto al periodo 2007-2008, in cui i tassi si erano stabilizzati al picco del ciclo di rialzo, ma inferiore rispetto al livello stabile raggiunto nel ciclo del 2000. Tuttavia, deve essere considerato che la remunerazione dei depositi nel periodo 2007-2008 potrebbe essere stata in parte

¹ Il tasso di riferimento è definito come il tasso di interesse che una banca centrale utilizza per segnalare il proprio orientamento di politica monetaria. Come tasso di riferimento per calcolare i differenziali rispetto ai tassi sui depositi, nei primi dieci anni dell'euro è stato utilizzato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, giacché, in un contesto di liquidità in eccesso molto contenuta, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato il riferimento più rilevante per i tassi di interesse di mercato. Per gran parte dell'ultimo decennio, invece, il tasso sui depositi presso la banca centrale è diventato la principale ancora per i tassi di interesse di mercato nel contesto prevalente di un'abbondante liquidità in eccesso. Di conseguenza, tale tasso è stato impiegato per calcolare i differenziali con i tassi sui depositi per quel periodo.

² Cfr. Drechsler, I., Savov, A., e Schnabl, P., "The deposits channel of monetary policy", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n. 4, 2017, pagg. 1819-1876.

³ Cfr. Polo, A., "Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission", *Staff Working Paper*, n. 933, Bank of England, 2021.

sostenuta dal fabbisogno di liquidità delle banche, all'insorgere della crisi finanziaria mondiale. In modo simmetrico, l'andamento nel corso del ciclo attuale è in parte influenzato dallo scarso fabbisogno di finanziamento delle banche, in un contesto caratterizzato dalla debolezza della dinamica creditizia e dalla minore concorrenza in alcuni segmenti del mercato dei depositi⁴.

I tassi sui depositi hanno mostrato una variazione complessiva relativamente debole, in parte perché tali tassi erano superiori a quello di riferimento durante il periodo di tassi di interesse negativi precedente al ciclo attuale, ma anche per una trasmissione effettivamente più debole ai tassi sui depositi overnight delle famiglie. Il rapporto tra l'aumento dei tassi sui depositi e quello dei tassi di riferimento è una misura ampiamente utilizzata per confrontare l'intensità della trasmissione dei tassi di interesse ai tassi sui depositi durante i cicli di inasprimento. Tale rapporto viene comunemente definito come il beta dei depositi. Questa misura, tuttavia, è sensibile al punto di partenza, soprattutto se il differenziale tra il tasso sui depositi e quello di riferimento in quel punto non è in linea con le regolarità storiche. Ciò è avvenuto all'inizio dell'attuale ciclo di inasprimento: a metà del 2022, infatti, i differenziali tra i tassi sui depositi e quelli di riferimento erano negativi (cfr. il lato destro del pannello a) del grafico A). Tali differenziali sui depositi di segno inverso segnalano una riluttanza da parte delle banche a trasmettere i tassi di interesse negativi ai propri depositanti al dettaglio, a causa di ostacoli giuridici, rischi di controversie o timori legati a possibili ritiri dei depositi⁵. La fine del periodo caratterizzato da tassi di interesse negativi e molto bassi ha consentito ai differenziali tra il tasso di riferimento e quello sui depositi di riavvicinarsi ai propri andamenti storici, segnando il termine di una fase in cui agli aumenti dei tassi di riferimento sono corrisposti incrementi soltanto modesti dei tassi sui depositi. Per questa ragione, è importante escludere il periodo caratterizzato da bassi tassi di riferimento se ci si avvale dei beta dei depositi come misura di confronto dell'intensità della trasmissione ai tassi sui depositi rispetto al passato. Si potrebbe, ad esempio, non considerare il periodo in cui i tassi erano inferiori al 2 per cento, livello registrato all'inizio del precedente ciclo. In questo modo i beta dei depositi aumentano per tutti i depositi overnight, oltre che per i depositi a termine detenuti dalle famiglie. Imprese e famiglie attualmente detengono una quota maggiore di depositi overnight rispetto al passato: ciò rappresenta un altro fattore che influenza i beta dei depositi in termini aggregati, calcolati ponderando gli aumenti dei tassi sui depositi tra vari tipi di depositi sulla base delle rispettive consistenze (cfr. il pannello b) del grafico B). Utilizzare le quote di depositi relative al ciclo restrittivo del periodo 2005-2007, anziché quelle attuali, per computare la remunerazione dei depositi overnight e di quelli a termine, fa sì che il beta dei depositi risulti prossimo, ma comunque lievemente inferiore, a quello dei cicli di rialzo precedenti (cfr. il pannello b) del grafico A). Ciò è riconducibile principalmente alla trasmissione genuinamente più debole dell'innalzamento dei tassi di riferimento ai depositi overnight delle famiglie.

⁴ Cfr. Mayordomo, S. e Roibás, I., "The pass-through of market interest rates to bank interest rates", *Documentos Ocasionales*, n. 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Cfr. l'articolo 2 *Tassi negativi e trasmissione della politica monetaria* nel numero 3/2020 di questo Bollettino.

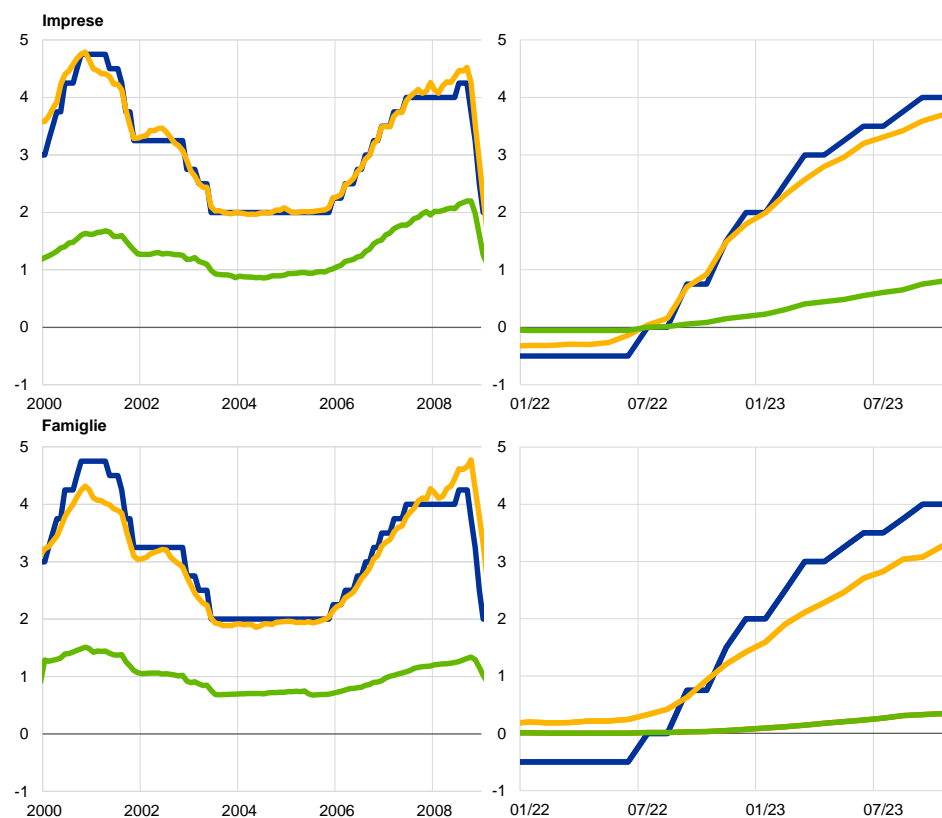
Grafico A

Trasmissione dei tassi di interesse nell'area dell'euro

a) Livelli dei tassi di interesse

(valori percentuali in ragione d'anno)

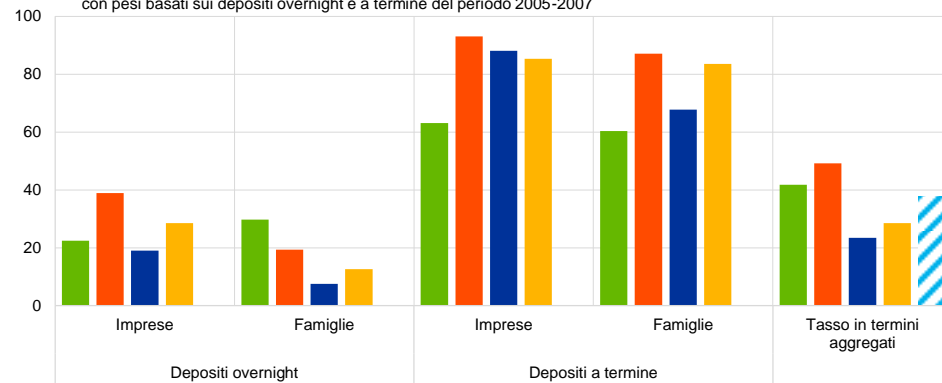
- Relativo tasso di riferimento della BCE
- Depositi a termine
- Depositi overnight



b) Beta dei depositi

(valori percentuali)

- Ciclo 1999-2000
- Ciclo 2005-2007
- Ciclo attuale
- Ciclo attuale (a partire da quando i tassi di riferimento hanno raggiunto il 2 per cento)
- Ciclo attuale (a partire da quando i tassi di riferimento hanno raggiunto il 2 per cento con pesi basati sui depositi overnight e a termine del periodo 2005-2007)



Fonte: BCE.

Note: la voce "Depositi a termine" si riferisce ai tassi relativi ai contratti di nuova costituzione con scadenza fino a due anni. I beta per i depositi consistono nel rapporto tra l'aumento dei tassi sui depositi e quello dei tassi di riferimento. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2023.

L'aumento della remunerazione dei depositi a termine e delle obbligazioni dopo un lungo periodo di tassi di interesse bassi e negativi ha incentivato le riallocazioni verso questi strumenti dai depositi overnight e da altri depositi a bassa remunerazione. Nel periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse il costo opportunità di detenere depositi overnight era molto contenuto e ciò ha spinto famiglie e imprese ad accantonare praticamente tutti i propri nuovi saldi monetari in depositi overnight (cfr. il pannello a) del grafico B). L'attuale inasprimento della politica monetaria, nonché la sua trasmissione ai tassi sui depositi e ai rendimenti di altre attività finanziarie, ha fatto aumentare il costo opportunità di detenere depositi overnight, che ha raggiunto livelli simili a quelli osservati nei precedenti cicli di rialzo dei tassi. Ciò ha indotto imprese e famiglie a riallocare una quota significativa dei propri depositi overnight, il cui ammontare era insolitamente elevato, verso depositi a termine e obbligazioni. Rispetto alla metà del 2022 tale ammontare è diminuito, pur rimanendo su livelli elevati nel confronto storico, in misura maggiore per le famiglie che per le imprese (cfr. il pannello b) del grafico B)⁶. Quest'ultima circostanza potrebbe spiegare la flessione delle riallocazioni dei depositi da parte delle imprese osservata negli ultimi due trimestri.

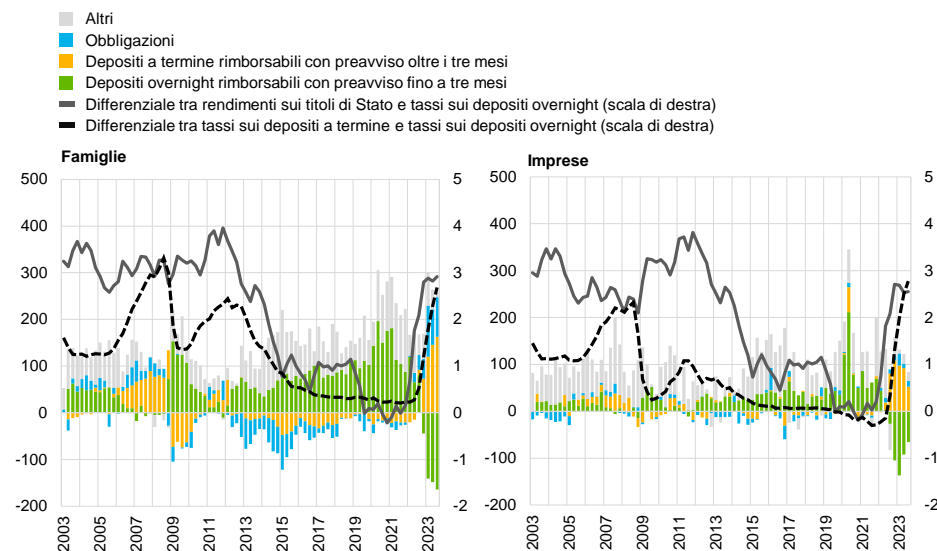
⁶ Il quarto trimestre del 2005 è assunto come riferimento rilevante per il confronto, perché rappresenta il punto di partenza del ciclo restrittivo del 2005. Se si impiegasse come parametro la media di un periodo più lungo (come quella usata nel lato destro del pannello a) del grafico A), non cambierebbe la conclusione secondo cui il peso dei depositi overnight si conferma notevolmente maggiore che in passato, specialmente per il settore delle famiglie.

Grafico B

Ricomposizione dei portafogli

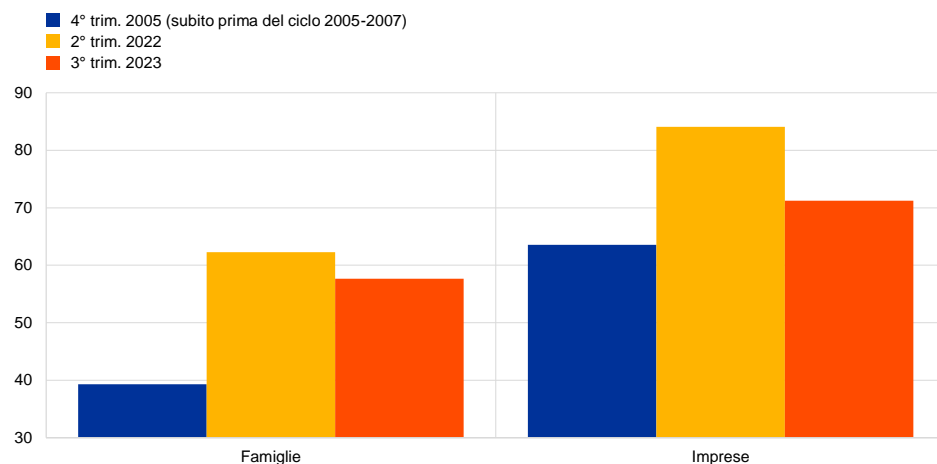
a) Investimenti finanziari da parte di imprese e famiglie

(scala di sinistra: flussi trimestrali, miliardi di euro; scala di destra: punti percentuali)



b) Depositi overnight

(quota percentuale delle consistenze totali di depositi)



Fonte: BCE.

In generale, oltre a incidere sulle decisioni di gestione dei portafogli di famiglie e imprese, le variazioni della politica monetaria si riflettono in diversi modi sulla creazione di moneta. In primo luogo, tramite la creazione di credito, in quanto l'offerta di prestiti da parte delle banche si riflette immediatamente in un aumento dei saldi dei depositi dei debitori, che essi possono utilizzare per pagamenti e altre operazioni⁷. Inoltre, in modo simile, i saldi dell'aggregato monetario ampio aumentano quando la banca centrale acquista attività da soggetti non bancari

⁷ Ciò non implica che le banche possano creare depositi illimitati. In primo luogo, i depositi creati potrebbero essere destinati ad altre banche. Inoltre, al fine di erogare credito, le banche devono considerare, tra le altre cose, la propria posizione più ampia in termini di provvista e solvibilità, nonché il rischio intrinseco delle proprie esposizioni e il rispetto dei vincoli regolamentari.

residenti nell'area dell'euro, nonché quando non residenti acquistano beni, servizi e attività finanziarie da soggetti non bancari residenti nell'area dell'euro⁸. Infine, i finanziamenti concessi da parte della banca centrale alle banche possono anche determinare creazione di moneta nella misura in cui sostituiscono il finanziamento tramite obbligazioni, liberando in questo modo fondi che i depositanti possono tenere sui propri conti.

L'attuale inasprimento della politica monetaria ha indebolito la creazione di moneta, portando la sua dinamica in territorio negativo, al minimo storico.

Dall'inizio dell'attuale ciclo di restrizione l'aumento dei tassi di interesse ha compresso in misura considerevole sia la domanda sia l'offerta di prestiti, riducendo drasticamente i volumi creditizi, tipica fonte di creazione di moneta. Inoltre, la riduzione del bilancio dell'Eurosistema ha rafforzato il calo dell'offerta di credito, con un effetto frenante diretto su M3 attraverso due canali: a) i rimborsi delle OMRLT, che incentivano le banche a emettere obbligazioni a lungo termine, che i depositanti acquistano, riducendo pertanto i saldi monetari; b) i rimborsi progressivi del portafoglio del programma di acquisto di attività, che sottraggono moneta in circolazione⁹. Ne è risultata una diminuzione del contributo fornito a M3 sui dodici mesi da parte dei prestiti a imprese e famiglie, dai 4 punti percentuali registrati a metà del 2022 a circa zero a ottobre 2023, mentre l'emissione di obbligazioni bancarie al momento sta assorbendo circa 1,5 punti percentuali dall'aggregato annuale M3. Il contributo fornito direttamente dagli acquisti da parte dell'Eurosistema è divenuto negativo, da quasi 6 punti percentuali all'inizio del 2022 a -1 punto percentuale a ottobre 2023. Tuttavia, tale flessione è stata ampiamente compensata dagli acquisti di titoli di Stato da parte di investitori stranieri, sebbene gli acquisti di obbligazioni da parte delle famiglie stiano attualmente incidendo in qualche misura sull'andamento monetario. La ripresa dell'avanzo di conto corrente e di conto capitale, che riflette anche l'indebolimento della domanda interna di beni esteri, ha inoltre sostenuto ulteriormente gli afflussi monetari netti dall'estero a partire dalla fine del 2022 (cfr. il pannello a) del grafico C).

⁸ M3 comprende in misura predominante passività a breve termine e liquide emesse dalle istituzioni finanziarie monetarie e in possesso del settore detentore di moneta.

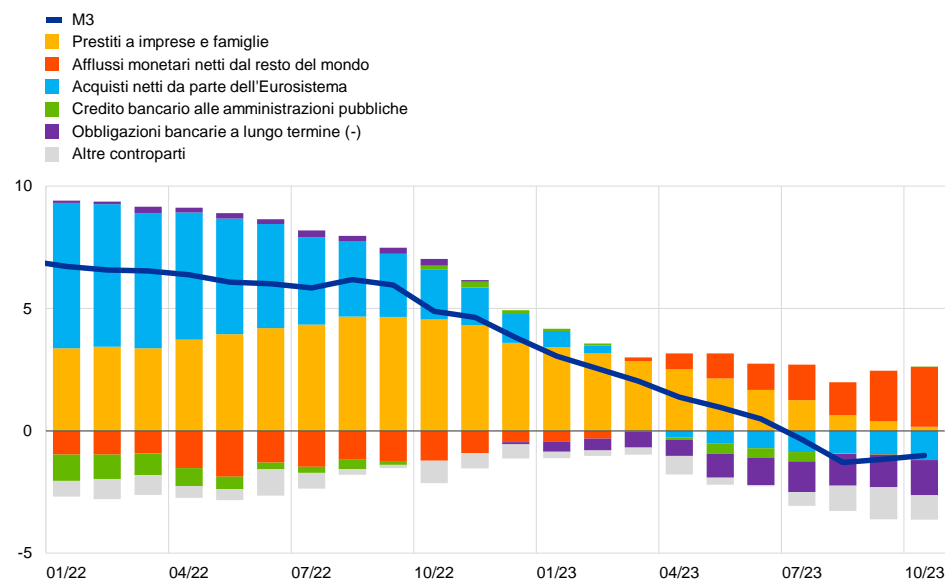
⁹ Cfr. ["The banking channel of monetary policy tightening in the euro area"](#), intervento pronunciato da Lane, P. nel dibattito su solvibilità bancaria e politica monetaria in occasione del *Macro, Money and Financial Frictions Workshop 2023* dell'NBER Summer Institute tenutosi il 12 luglio 2023.

Grafico C

Aggregati monetari

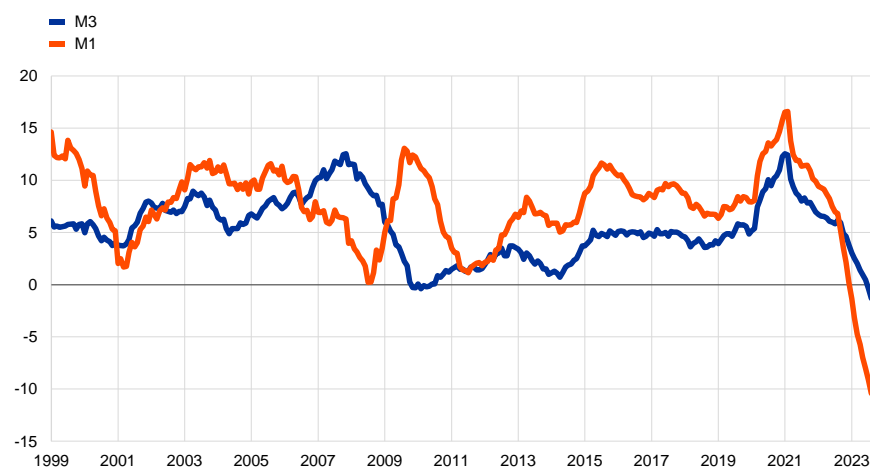
a) Fonti di creazione di moneta

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi alle variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



b) Aggregati monetari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2023.

Le riallocazioni di depositi e la contrazione dell'aggregato monetario ampio hanno determinato una crescita negativa senza precedenti dell'aggregato monetario ristretto M1. Poiché i depositi overnight rappresentano la componente principale di M1, la loro diminuzione ha causato una contrazione senza precedenti di questo aggregato (di circa il 10 per cento dall'estate, cfr. il pannello b) del grafico C). Considerato il buon potere predittivo che ha tradizionalmente la crescita di M1 per quella del PIL in termini reali, ne sono derivati timori riguardo un ulteriore

rallentamento dell'attività economica¹⁰. In parte questa relazione si manifesta attraverso le decisioni di consumo, risparmio e investimento, perché M1 è un indicatore rilevante del grado di liquidità nell'economia. Nelle attuali circostanze, tuttavia, il segnale consueto potrebbe essere confuso dalla riallocazione in corso a scapito dei depositi overnight e dalla precedente forte crescita di M1, osservata a partire dal 2015 e legata principalmente alla combinazione di acquisti netti di attività e bassi tassi di interesse. In altre parole, una riduzione di M1 derivante da una riallocazione dei portafogli a scapito dei depositi overnight dovrebbe, in linea di principio, avere un impatto più contenuto sulla capacità di spesa degli operatori. Dovrebbe, pertanto, avere un impatto negativo sul PIL minore di quello di una tipica flessione di M1, soprattutto considerato che le consistenze dei depositi overnight rimangono relativamente elevate nel confronto storico. Tuttavia, ciò non significa che M1 dovrebbe essere ignorato del tutto, soprattutto in presenza di tensioni nei mercati finanziari e di una maggiore domanda di liquidità.

¹⁰ Cfr. il riquadro 4 *La capacità predittiva di M1 in termini reali per l'attività economica reale nell'area dell'euro* nel numero 3/2019 di questo Bollettino.

Articolo

1 Il regolamento in moneta di banca centrale di operazioni all'ingrosso a fronte dell'innovazione tecnologica

a cura di Holger Neuhaus e Mirjam Plooij

1 Introduzione

Attraverso i servizi Target, l'Eurosistema agevola il regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso in moneta di banca centrale, lo strumento di regolamento più sicuro e più liquido. La possibilità di regolare tali operazioni in moneta di banca centrale (ovvero sotto forma di riserve che le istituzioni finanziarie detengono presso la banca centrale) contribuisce a ridurre i rischi per il sistema finanziario e a sostenere la stabilità finanziaria e la fiducia nella moneta. L'Eurosistema assolve al suo compito fondamentale di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento anche offrendo infrastrutture di regolamento¹.

L'Eurosistema continua a rinnovare le proprie infrastrutture di regolamento e ad adattarle all'evoluzione delle esigenze degli utenti. L'Eurosistema si impegna a fornire moneta di banca centrale in euro per il regolamento tramite le apposite infrastrutture che si avvalgono di un unico pool di liquidità. Sebbene le banche detengano diversi conti nei servizi Target, dovrebbero poter gestire la propria liquidità su tali conti in modo che funzionino, di fatto, come un pool unico. Conformemente a questo impegno, l'Eurosistema ha consolidato, a livello tecnico e funzionale, i propri servizi di regolamento dei pagamenti all'ingrosso (precedentemente Target2, ora sostituito da T2) e delle operazioni in titoli (T2S). Prevede inoltre di avviare un sistema unico per la gestione delle attività stanziate in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema (Eurosystem Collateral Management System, ECMS), che sostituirà i sistemi attualmente utilizzati dalle banche centrali nazionali.

L'Eurosistema sta analizzando il potenziale impatto delle tecnologie emergenti, comprese le tecnologie a registro distribuito (distributed ledger technology, DLT), sul regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso. Questo studio è stato avviato in risposta al crescente interesse del settore finanziario per le possibili applicazioni di tecnologia DLT in ambiti quali il regolamento di operazioni in titoli su base consegna contro pagamento (delivery versus payment, DvP) e il regolamento di pagamenti multivalutari su base pagamento contro pagamento (payment versus payment, Pvp). Nel caso in cui gli operatori di mercato adottassero in modo significativo soluzioni basate su tecnologia DLT, per le banche

¹ Articolo 127 del [Trattato sul funzionamento dell'Unione europea](#) (GU C 326 del 26.10.2012, pag. 47).

centrali si presenterebbe la necessità di introdurre dei cambiamenti, per garantire che le transazioni all'ingrosso possano continuare a essere regolate in moneta di banca centrale.

Come prima analisi, l'Eurosistema ha consultato gli operatori di mercato e ha esaminato le possibili risposte in caso di ampia diffusione di tecnologia DLT.

Agli operatori dei mercati finanziari coinvolti è stato chiesto di esprimere il proprio punto di vista sul potenziale uso futuro di tecnologia DLT per le operazioni finanziarie all'ingrosso e sulle possibili modalità di regolamento di tali operazioni in moneta di banca centrale. Qualora la tecnologia DLT diventasse più diffusa per le operazioni finanziarie all'ingrosso, l'Eurosistema potrebbe reagire, tra le altre cose, consentendo alle piattaforme DLT di mercato di interagire ordinatamente con le proprie infrastrutture basate sulla tecnologia esistente, o fornendo moneta di banca centrale in una nuova forma, che sia possibile registrare e trasferire su una piattaforma DLT. Le due opzioni non si escludono a vicenda.

Di seguito a questa analisi iniziale, l'Eurosistema ha avviato uno studio esplorativo degli aspetti pratici.

L'obiettivo di questo studio è acquisire ulteriori indicazioni su come agevolare l'interazione tra le infrastrutture per il regolamento in moneta di banca centrale, esistenti o nuove, basate su tecnologie DLT e le piattaforme DLT di mercato. Lo studio esplorativo comprende una fase di sperimentazione, in cui saranno regolate in un ambiente di test solo operazioni simulate, e una fase di collaudo, in cui sarà regolato un numero limitato di operazioni realmente effettuate.

Il presente articolo illustra le motivazioni alla base dell'analisi condotta dall'Eurosistema sul regolamento in moneta di banca centrale di operazioni registrate su piattaforme DLT, i risultati finora prodotti da tale analisi e le prossime fasi previste.

La sezione 2 fornisce informazioni generali sul ruolo della moneta di banca centrale nel regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso. La sezione 3 analizza gli orientamenti del mercato relativamente all'uso di nuove tecnologie, come la DLT, per le operazioni finanziarie all'ingrosso. La sezione 4 esamina le conseguenze sulle infrastrutture dell'Eurosistema per il regolamento all'ingrosso in moneta di banca centrale in caso di adozione di soluzioni DLT da parte degli operatori di mercato. La sezione 5 illustra i progetti dell'Eurosistema per approfondire come regolare in moneta di banca centrale le operazioni finanziarie all'ingrosso registrate su piattaforme DLT.

2 La moneta di banca centrale al centro del sistema finanziario

L'importanza del regolamento in moneta di banca centrale

Le infrastrutture dei mercati finanziari (IMF), ossia i sistemi di pagamento, i depositari centrali di titoli, i sistemi di regolamento titoli, le controparti centrali e i trade repositories, costituiscono l'elemento portante del sistema

finanziario. Facilitano le operazioni finanziarie tra clienti di intermediari finanziari diversi e tra gli enti finanziari stessi. Il funzionamento sicuro ed efficiente delle infrastrutture di mercato a rilevanza sistemica è essenziale per la stabilità finanziaria.

Al fine di preservare e rafforzare la stabilità finanziaria, gli standard internazionali prevedono che, ove pratico e possibile, le IMF effettuino il regolamento in moneta di banca centrale. Ciò è stabilito nei 12 Principi per le infrastrutture dei mercati finanziari definiti dal Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) e dall'Organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO)². L'espressione "moneta di banca centrale" fa riferimento alle passività emesse dalla banca centrale per essere utilizzate come moneta. A livello digitale, la moneta di banca centrale è messa a disposizione delle banche commerciali sotto forma di riserve (ossia fondi detenuti in conti aperti presso la banca centrale). Le banche commerciali emettono a loro volta proprie passività, vale a dire moneta di banca commerciale, nei confronti dei loro clienti. Quando il cliente di una banca effettua un trasferimento a favore del cliente di un'altra banca, questo può essere regolato attraverso un trasferimento di fondi tra i conti che le banche detengono presso la banca centrale. Le operazioni interbancarie potrebbero essere regolate anche in moneta di banca commerciale. In tal caso, potrebbero insorgere rischi di credito e di liquidità, ad esempio in caso di insolvenza della banca di regolamento. Pertanto, i 12 Principi stabiliscono che le IMF che effettuano il regolamento in moneta di banca commerciale abbiano l'obbligo di controllare rigorosamente e di ridurre al minimo i rischi di credito e di liquidità che derivano dalle banche commerciali di regolamento. Utilizzare la moneta di banca centrale (ove pratico e possibile) per i regolamenti nell'ambito delle IMF rende più sicuro l'uso della moneta di banca commerciale da parte dei clienti delle banche, riducendo le esposizioni interbancarie che potrebbero, in ultima analisi, causare perdite per i clienti stessi. Se da un lato questi ultimi effettuano o ricevono pagamenti in moneta di banca commerciale delle rispettive banche, dall'altro, l'uso di moneta di banca centrale nei pagamenti interbancari rafforza e dimostra la convertibilità alla pari della moneta di banca commerciale e della moneta di banca centrale. Ciò consolida la fiducia del pubblico nella moneta in quanto il valore di un euro è lo stesso, indipendentemente dall'emittente³.

L'utilizzo di moneta di banca centrale assume particolare rilievo per il regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso, che si distinguono per il valore molto elevato e che sono per lo più effettuate tra banche e altri operatori dei mercati finanziari. Il valore medio delle operazioni regolate in T2, il sistema dei pagamenti all'ingrosso dell'Eurosistema, è pari a 5,5 milioni di euro. Sebbene la metà delle operazioni effettuate in T2 sia inferiore a 6.500 euro, nella parte superiore della distribuzione è possibile riscontrare operazioni di importo molto

² Cfr. Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento e Comitato tecnico dell'organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari, *Principles for financial market infrastructures*, Banca dei regolamenti internazionali e OICV-IOSCO, aprile 2012.

³ Cfr. Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, *The role of central bank money in payment systems*, Banca dei regolamenti internazionali, agosto 2003.

più elevato. Ad esempio, nel 2022 sono stati effettuati quasi 219 pagamenti al giorno di valore superiore a 1 miliardo di euro, pur rappresentando solo lo 0,05 per cento dei flussi di pagamento (in termini di numero di operazioni)⁴. Inoltre, la struttura del mercato finanziario all'ingrosso può determinare una concentrazione delle attività di pagamento e delle relative esposizioni all'interno di singole banche. Regolare le operazioni finanziarie all'ingrosso in moneta di banca centrale, anziché in moneta di banca commerciale, riduce i rischi associati a tale concentrazione.

Servizi all'ingrosso in moneta di banca centrale o “moneta digitale di banca centrale all'ingrosso”?

Le monete digitali di banca centrale (central bank digital currencies, CBDC) sono un tema molto dibattuto. A tale riguardo, spesso si fa distinzione tra CBDC al dettaglio e all'ingrosso. Le prime sono relativamente ben comprese, dal momento che una moneta di banca centrale erogata in forma digitale e messa a disposizione del pubblico costituisce un concetto nuovo ed è facilmente distinguibile dalle altre forme di moneta, come quella di banca centrale in forma fisica (il contante) e le monete digitali esistenti che non sono moneta di banca centrale o non sono disponibili a tutti. Il concetto di CBDC all'ingrosso, al contrario, può essere frainteso.

Le CBDC all'ingrosso sono spesso descritte come un'innovazione, sebbene il regolamento in moneta di banca centrale delle operazioni all'ingrosso sia eseguito, di fatto, da decenni in forma digitale. Ciò è reso possibile dai servizi Target dell'Eurosistema, che assicurano la libera circolazione in Europa di contante, titoli e attività finanziarie stanziata in garanzia.

Il dibattito non verte quindi sulla possibilità di offrire moneta digitale di banca centrale per il regolamento delle operazioni all'ingrosso, bensì sui possibili cambiamenti tecnologici nelle modalità di erogazione di tale moneta. A tal fine, l'Eurosistema ha annunciato che sta esplorando nuove soluzioni tecnologiche per il regolamento all'ingrosso in moneta di banca centrale, piuttosto che una CBDC all'ingrosso. Pertanto, quest'ultimo termine non sarà utilizzato nel resto del presente articolo⁵.

Anche altre banche centrali a livello globale stanno vagliando il potenziale utilizzo di nuove tecnologie per il regolamento all'ingrosso in moneta di banca centrale. Un'indagine condotta dalla BRI⁶ a fine 2022, nella quale sono state coinvolte 86 banche centrali, ha evidenziato che la maggior parte di esse è impegnata nell'analisi di CBDC all'ingrosso (per utilizzare la terminologia dell'indagine) e molte sono anche impegnate nella sperimentazione pratica. Alcune banche centrali stanno attualmente eseguendo test su operazioni reali coinvolgendo gli operatori di mercato. La Banca nazionale svizzera, ad esempio, ha recentemente

⁴ Cfr. *TARGET Annual Report 2022*, BCE, Francoforte sul Meno, giugno 2023.

⁵ Cfr. il comunicato stampa della BCE *Eurosistem to explore new technologies for wholesale central bank money settlement* del 28 aprile 2023.

⁶ Cfr. Kosse, A. e Mattei, I., “*Making headway – Results of the 2022 BIS survey on central bank digital currencies and crypto*”, *BIS Papers*, n. 136, Banca dei regolamenti internazionali, luglio 2023.

annunciato l'avvio di un progetto pilota, che coinvolge sei banche commerciali, in cui metterà a disposizione moneta di banca centrale su una piattaforma regolamentata di terze parti⁷. Analogamente, l'Autorità monetaria di Singapore ha annunciato un progetto sperimentale su operazioni reali tra banche commerciali, le quali potranno erogare ai propri clienti moneta di banca commerciale sotto forma di token e regolare le operazioni interbancarie correlate in moneta di banca centrale⁸.

Aggiornamento continuo dei servizi Target

Al fine di preservare il ruolo della moneta di banca centrale quale strumento preferenziale per il regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso, è necessario disporre di infrastrutture affidabili e aggiornate. Come illustrato nei paragrafi che seguono, l'Eurosistema è pertanto impegnato nel continuo a modernizzare i servizi delle proprie infrastrutture di mercato, per garantire che siano all'altezza delle sfide future e in grado di soddisfare le esigenze e le aspettative degli operatori di mercato.

Negli ultimi venti anni l'Eurosistema ha compiuto progressi considerevoli nell'integrazione e nella modernizzazione delle infrastrutture di regolamento all'ingrosso. Con il passaggio dai sistemi nazionali di regolamento lordo in tempo reale a Target, nel 1999, e, successivamente, a Target2, nel 2007, l'Eurosistema ha creato la prima infrastruttura di mercato integrata paneuropea per i pagamenti all'ingrosso. A questo servizio si è aggiunto Target2-Securities (T2S), con l'obiettivo di armonizzare i servizi post-trading relativi alle operazioni in titoli. T2S fornisce una piattaforma comune attraverso la quale i titoli e il contante possono essere trasferiti su base DvP. Nel 2018 è stato avviato il servizio di regolamento dei pagamenti istantanei (Target Instant Payment Settlement, TIPS), per consentire il regolamento in moneta di banca centrale, in tempo reale, dei pagamenti istantanei al dettaglio tra banche di tutta l'UE 24 ore al giorno, 365 giorni all'anno.

Inoltre, a dicembre 2017 l'Eurosistema ha avviato un importante progetto di consolidamento tecnico e funzionale di Target2 e T2S, che si è concluso con il lancio della nuova piattaforma T2 a marzo 2023. Questo processo di consolidamento ha permesso di armonizzare e integrare ulteriormente i servizi Target grazie al passaggio allo standard di messaggistica ISO 20022, uno standard internazionale per le informazioni finanziarie. L'ISO 20022 è adottato da un numero sempre maggiore di IMF a livello mondiale, perché consente di scambiare dati più strutturati e complessi rispetto alla maggior parte degli standard proprietari attualmente in uso⁹. Inoltre, la piattaforma T2 dispone di una serie di componenti comuni condivise tra i servizi Target, tra cui un'interfaccia armonizzata attraverso la

⁷ Cfr. il comunicato stampa della Banca nazionale svizzera [La BNS lancia una sperimentazione pilota con una moneta digitale di banca centrale per le istituzioni finanziarie](#) del 2 novembre 2023.

⁸ Cfr. ["Shaping the Financial Ecosystem of the Future"](#), intervento tenuto da Ravi Menon, Direttore generale dell'Autorità monetaria di Singapore, al Singapore FinTech Festival 2023 il 16 novembre 2023.

⁹ Cfr. Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato, ["Harmonised ISO 20022 data requirements for enhancing cross-border payments"](#), *Report to the G20*, Banca dei regolamenti internazionali, ottobre 2023.

quale i partecipanti possono accedere ai servizi. La piattaforma consolidata offre inoltre una maggiore resilienza cibernetica e consente ai partecipanti di indirizzare, gestire e monitorare la liquidità in tutti i servizi Target. La piattaforma sarà ulteriormente integrata con il sistema di gestione delle garanzie dell'Eurosistema, un sistema unico per la gestione delle attività stanziare in garanzia nelle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Prosegue l'impegno dell'Eurosistema per lo sviluppo dei servizi Target.

Gli assetti di governance dei servizi Target, compresa la gestione delle modifiche e degli aggiornamenti, consentono all'Eurosistema di potenziarne capacità e tenuta, ove necessario, e di rispondere all'evoluzione in termini di attività, normativa e tecnologia. Esplorare le possibilità di utilizzo delle nuove tecnologie, o di interazione con esse, fa parte del costante impegno dell'Eurosistema volto a migliorare le proprie infrastrutture di mercato.

3 Potenziale utilizzo delle nuove tecnologie, come la DLT, per il regolamento in moneta di banca centrale di operazioni finanziarie all'ingrosso

Nuove tecnologie: DLT

L'affermazione di tecnologie basate su DLT potrebbe determinare un cambiamento del mercato, e del contesto, delle operazioni finanziarie all'ingrosso.

A livello mondiale hanno visto la luce diverse iniziative, pubbliche e private, che mirano ad approfondire le nuove opportunità di business e a migliorare il funzionamento dei processi di mercato attraverso l'uso di tecnologie DLT.

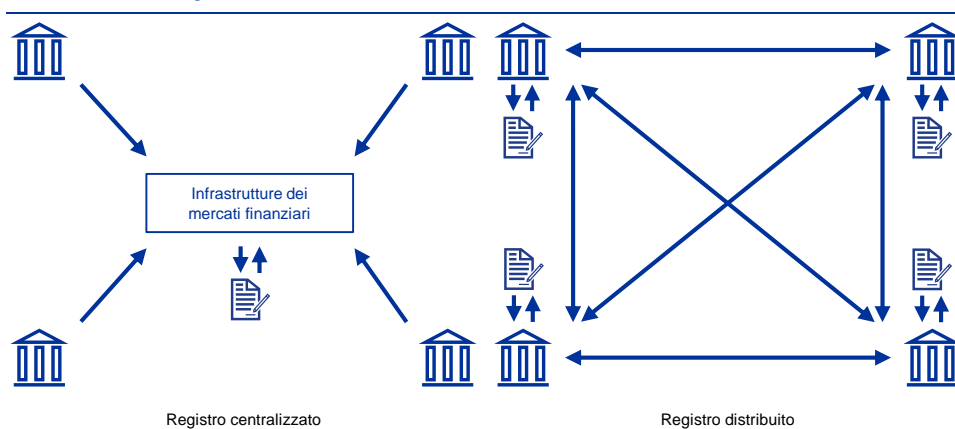
Ad esempio, qualora gli operatori di mercato adottassero su larga scala soluzioni DLT per le operazioni in titoli, sarebbe necessario rendere disponibile la moneta di banca centrale compatibilmente con i nuovi ecosistemi DLT, in modo da sostenere il regolamento della gamba contanti di questo tipo di operazioni.

Con il termine DLT si fa riferimento a una famiglia di tecnologie che consentono ai soggetti partecipanti di convalidare i dati e di aggiornare un registro condiviso, a prescindere dalla presenza di un soggetto di coordinamento centrale.

Diversamente dagli attuali sistemi di regolamento di operazioni in contanti e in titoli, generalmente basati su infrastrutture centralizzate nelle quali gli operatori di mercato si collegano a un database centrale, in ambito DLT il database è condiviso su una rete e i dati sono accessibili agli utenti, che possono anche partecipare attivamente al funzionamento della rete. La figura 1 mette a confronto i registri centralizzati (di norma utilizzati nelle IMF esistenti) e i registri distribuiti.

Figura 1

Differenze tra registri centralizzati e distribuiti



Fonte: Santander InnoVentures, Oliver Wyman e Anthemis, *The Fintech 2.0 Paper: rebooting financial services*, 2015.

In una rete DLT è possibile, in linea di principio, registrare qualsiasi tipo di attività (finanziaria o di altro tipo) sotto forma di un token digitale che gli operatori potrebbero scambiare direttamente tra di loro, senza dover ricorrere a un intermediario fiduciario per la gestione dei conti. Il token è un'unità di informazione digitale che potrebbe rappresentare un'attività reale, ad esempio un titolo registrato presso un depositario centrale di titoli. In alternativa, il token digitale potrebbe essere l'attività stessa, ad esempio un titolo emesso direttamente come token DLT.

Molte piattaforme DLT prevedono la possibilità di programmare "smart contract". Gli smart contract sono disposizioni "contrattuali" automatizzabili, integrate nel software di un elaboratore che può convalidarle, eseguirle e registrarle automaticamente al verificarsi di specifiche condizioni predefinite, sulla base di informazioni provenienti dal registro distribuito stesso o da una fonte (esterna) predefinita. A seconda dell'assetto concreto dell'infrastruttura e degli stessi smart contract, l'utilizzo di questi contratti potrebbe rendere più uniformi i processi; ad esempio, la necessità di recuperare informazioni da una fonte esterna o di eseguire operazioni su più piattaforme (DLT o non DLT) che non sono perfettamente interoperabili potrebbe generare contrasti.

Sperimentazioni del mercato di soluzioni DLT per transazioni finanziarie all'ingrosso

Negli ultimi anni diversi operatori di mercato del settore finanziario hanno analizzato sempre più le opportunità offerte dalle soluzioni DLT per generare nuovi modelli di business e migliorare il funzionamento dei processi di mercato. L'Eurosistema ha raccolto informazioni sulle principali iniziative del mercato dalle parti interessate e dalle loro associazioni, mediante indagini e riunioni. Le banche centrali nazionali dell'Eurosistema hanno fornito ulteriori informazioni sulle iniziative del mercato e del settore pubblico relative all'utilizzo di nuove tecnologie, quali la DLT, per il regolamento dei pagamenti all'ingrosso e dei titoli

(comprese iniziative nazionali, iniziative incentrate sull'area dell'euro o la UE e iniziative a livello internazionale).

Sulla base delle sperimentazioni di mercato emergono due fattori di successo: la collaborazione tra istituzioni finanziarie in progetti condivisi e un chiaro business case basato sulle esigenze del mercato. La collaborazione consente agli operatori di mercato di mettere in comune le proprie risorse e di ridurre al minimo i costi o le possibili perdite, evitando, allo stesso tempo, il rischio di rimanere indietro in caso le soluzioni basate su tecnologie DLT si diffondano con successo. Per sviluppare un business case ben definito è fondamentale coinvolgere fin dalle prime fasi i potenziali utenti, al fine di individuare i casi d'uso da loro ritenuti promettenti, ad esempio, per risolvere le inefficienze esistenti.

Il fallimento di un progetto DLT può dipendere da diversi fattori, sia interni sia esterni. Tra i fattori interni figurano scelte progettuali errate (preparazione tecnologica, complessità del progetto) e una gestione non ottimale dei fornitori. Tra i fattori esterni che sono stati segnalati dagli operatori di mercato come potenziali cause di fallimento di un progetto basato su tecnologie DLT figurano l'assenza di soluzioni affidabili per il regolamento in moneta di banca centrale della gamba contanti delle transazioni DLT e sviluppi normativi sfavorevoli (ad esempio, le linee guida della Securities and Exchange Commission statunitense di aprile 2022 che, in pratica, limitano la facoltà di enti e gruppi statunitensi di detenere attività digitali in custodia)¹⁰. Tuttavia, l'elemento forse più rilevante è proprio il contrario di uno dei fattori di successo principali: l'assenza di un business case ben definito per l'uso di tecnologie DLT. Se le inefficienze esistenti non sono di natura tecnologica, adottare una tecnologia diversa potrebbe non essere la soluzione adeguata.

Potenziali vantaggi e sfide della DLT

Gli operatori di mercato che prendono in considerazione l'utilizzo della DLT per le operazioni all'ingrosso ravvisano del potenziale in tale tecnologia per migliorare l'efficienza, riducendo la dipendenza dagli intermediari. I principali vantaggi potenziali analizzati dagli operatori di mercato riguardano la natura distribuita delle piattaforme DLT; questa consente il funzionamento condiviso della piattaforma in questione da parte dei suoi partecipanti, nonché la possibilità di automatizzare i processi attraverso smart contract. Le attività per le quali i partecipanti attualmente si affidano a operatori centralizzati potrebbero quindi essere svolte dai partecipanti stessi.

Su una piattaforma DLT le transazioni a due gambe, ovvero regolamento DvP o PvP, potrebbero essere tecnicamente automatizzate senza dover ricorrere agli intermediari. In particolare, in un contesto di DLT, questo tipo di automazione tecnica è spesso definito regolamento atomico. Sebbene le transazioni DvP e PvP possano essere eseguite con l'attuale tecnologia, i promotori della DLT sostengono che gli smart contract possono fungere da soluzione tecnica per garantire che

¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, "Staff Accounting Bulletin No. 121", 11 aprile 2022.

entrambe o nessuna delle gambe delle transazioni siano eseguite, e che entrambe lo siano nel lasso di tempo più ravvicinato e tendenzialmente simultaneo possibile, senza ricorrere a un organismo centrale di convalida. Inoltre, sarebbe necessario garantire la definitività giuridica delle modalità DvP/PvP, come avviene attualmente. I sostenitori della DLT ritengono che tale atomicità comporterebbe un minor rischio di controparte, minori ritardi legati ai molteplici livelli di riscontro e convalida, meno intermediari coinvolti e, di conseguenza, costi inferiori.

Oltre a permettere l'automazione delle transazioni a due gambe, le piattaforme DLT potrebbero anche consentire agli operatori di mercato di definire e fissare condizioni da associare alle transazioni nel sistema, senza dover ricorrere agli intermediari. Tali potrebbero essere, ad esempio, le condizioni per l'esecuzione di operazioni o la generazione di flussi informativi. Come nel caso del regolamento atomico, questa funzione può essere abilitata mediante l'utilizzo di smart contract. Da un punto di vista tecnico, ciascun utente autorizzato di una piattaforma DLT potrebbe avvalersi di smart contract e automatizzare i processi direttamente, se il gestore lo consente.

La necessità di riconciliazione potrebbe essere ridotta grazie all'utilizzo di un registro condiviso, che è insito nel concetto di tecnologia DLT. Gli operatori di mercato si aspettano che questa caratteristica della DLT possa facilitare i processi di riconciliazione (allineando i diversi sistemi e i database gestiti separatamente da ciascun operatore e intermediario), promuovendo così la tracciabilità e la verificabilità delle operazioni. Alcuni operatori ravvisano inoltre un potenziale miglioramento della trasparenza per quei soggetti che attualmente non effettuano transazioni visibili nelle IMF (comprese le infrastrutture di mercato dell'Eurosistema), quali revisori contabili, imprese o persino il pubblico (ad esempio, per verificare gli investimenti verdi).

Inoltre, molti operatori si aspettano che le soluzioni basate sulla DLT forniscano un regolamento istantaneo 24 ore al giorno per 365 giorni all'anno e rendano possibile un accesso più ampio alle IMF. Queste aspettative riguardano sia i sistemi gestiti dal mercato sia quelli gestiti dalle banche centrali. Tali caratteristiche, tuttavia, sono meno strettamente legate alla tecnologia stessa rispetto ai tre aspetti citati in precedenza. La capacità di operare 24 ore al giorno per 365 giorni all'anno non è specifica della DLT. In effetti, l'Eurosistema gestisce già un sistema di regolamento con questa continuità operativa, TIPS, che non si basa sulla DLT. Analogamente, le restrizioni all'accesso ai servizi di Target non sono dovute a limitazioni tecnologiche. Qualsiasi decisione di concedere tale accesso ad altri soggetti sarebbe di ordine politico e non tecnologico, e potrebbe essere dettata principalmente da valutazioni legate all'attuazione della politica monetaria e alla stabilità finanziaria, piuttosto che da considerazioni inerenti alle infrastrutture di mercato.

Risposte del mercato sul futuro della DLT

La maggior parte degli operatori di mercato coinvolti nell'indagine dell'Eurosistema si attende una diffusione significativa della DLT per il regolamento di pagamenti all'ingrosso e di titoli, con un orizzonte temporale indicativo compreso tra cinque e dieci anni. Gli operatori che si aspettano l'adozione della DLT per le transazioni finanziarie all'ingrosso generalmente ritengono che ciò avverrà in modo trasversale, per tutte le tipologie di regolamento delle attività finanziarie. A loro avviso, il regolamento basato su DLT potrebbe potenzialmente diventare di importanza sistemica per i titoli in generale, nell'ambito di una transizione complessiva del settore verso le DLT, in cui un numero crescente di attività risulta registrato su tale piattaforma tecnologica.

Gli operatori di mercato che ravvisano del potenziale nell'utilizzo della DLT per le operazioni finanziarie all'ingrosso reputano che tale tecnologia possa apportare vantaggi significativi a segmenti di mercato caratterizzati da evidenti inefficienze e vincoli. Essi ritengono infatti che i pagamenti internazionali (transfrontalieri, multivalutari e tra banche corrispondenti) siano suscettibili di miglioramento in termini di rapidità e disponibilità, e che il regolamento e le attività di servicing di strumenti illiquidi/non quotati potrebbero beneficiare di una migliore gestione della liquidità e della trasparenza dei registri. Gli strumenti attualmente non gestiti dalle IMF (come i titoli negoziati fuori borsa o i crediti) potrebbero in futuro essere registrati su piattaforme DLT, rendendo quindi in prospettiva negoziabili attività che precedentemente non lo erano.

Allo stato attuale delle indagini di mercato vi è una notevole incertezza riguardo al panorama futuro delle DLT utilizzate per il regolamento di pagamenti all'ingrosso e di titoli. Nel più lungo periodo, alcuni operatori di mercato si attendono che un consolidamento su poche grandi piattaforme, verosimilmente con l'attribuzione di un ruolo importante a un'infrastruttura gestita da banche centrali. Altri si attendono un panorama frammentato in cui molte piattaforme DLT (oltre cinquanta) saranno utilizzate per diverse tipologie di attività. La maggior parte degli operatori, tuttavia, prevede uno scenario che si colloca tra questi due estremi, nel quale non più di dieci piattaforme saranno significative per le operazioni finanziarie all'ingrosso. Nel frattempo, gli operatori di mercato dovranno fare scelte tecnologiche; sebbene sia disponibile una gamma diversificata di piattaforme, resta da chiarire quali siano quelle più idonee per applicazioni scalabili della DLT. Inoltre, se da un lato la condivisione di una banca dati all'interno di una rete promuove la trasparenza, dall'altro l'ampia adozione della DLT richiederà la garanzia di una sufficiente riservatezza dei dati degli utenti.

L'uso di più piattaforme DLT, nonché la coesistenza di tali piattaforme con altre infrastrutture, potrebbero determinare la frammentazione del mercato.

Come osservato in precedenza, l'uso di più piattaforme DLT che non siano in grado di interagire agevolmente può ostacolare la regolare elaborazione delle operazioni. Nell'ottica dell'efficienza complessiva del mercato è quindi importante che i soggetti coinvolti e l'Eurosistema valutino come evitare tale esito negativo. Come nel caso delle tecnologie esistenti, assumerà rilievo la capacità di adottare standard di settore condivisi.

Evitare la frammentazione non implica necessariamente il passaggio a una piattaforma unica; anche l'interoperabilità e l'armonizzazione possono svolgere un ruolo importante. Le banche centrali potrebbero apportare valore attraverso il proprio coinvolgimento nell'armonizzazione di alcuni aspetti dell'ecosistema DLT per favorirne l'interoperabilità (ad esempio, attraverso la regolamentazione e l'armonizzazione dei protocolli e delle tassonomie dei dati).

4 Implicazioni della diffusione della DLT sul mercato per i servizi Target dell'Eurosistema e per il regolamento in moneta di banca centrale

Implicazioni della diffusione della DLT sul mercato

Gli operatori spesso non citano il regolamento in moneta di banca centrale come servizio da migliorare attraverso l'uso della DLT. Piuttosto, il loro interesse per nuove soluzioni di regolamento in moneta di banca centrale è determinato dall'esplorazione della DLT in altre fasi della catena delle transazioni, come il regolamento delle operazioni in titoli.

Qualora vi fosse una significativa diffusione della DLT per le transazioni finanziarie all'ingrosso, sarebbe importante garantire che la moneta di banca centrale possa continuare a essere utilizzata per regolare la gamba contanti di tali transazioni. L'Eurosistema sta pertanto esaminando l'adeguatezza dei servizi attualmente forniti in rapporto a tale scenario e se nuove soluzioni possano essere più idonee a soddisfare le esigenze degli operatori di mercato che utilizzano la DLT per registrare e trasferire attività finanziarie. Queste nuove soluzioni possono, ma non necessariamente devono, implicare l'offerta di moneta di banca centrale sotto forma di token digitali su DLT.

Molti operatori di mercato dichiarano che, in assenza di una soluzione di regolamento in moneta di banca centrale compatibile con la DLT, cercherebbero delle alternative. In un quadro simile, gli operatori potrebbero prendere in considerazione l'utilizzo di attività alternative per il regolamento, come la moneta di banca commerciale o le criptovalute stabilizzate (stablecoin). Tali alternative non offrirebbero lo stesso livello di sicurezza della moneta di banca centrale. Una transizione parziale dalla moneta di banca centrale ad altre attività di regolamento potrebbe inoltre accrescere la frammentazione della liquidità e avere ricadute negative sulla stabilità finanziaria.

Al tempo stesso, alcuni operatori di mercato sostengono che la rapidità di adozione della DLT, se non il suo successo, potrebbe in qualche misura dipendere dal coinvolgimento delle banche centrali. La capacità di effettuare il regolamento delle operazioni in moneta di banca centrale potrebbe costituire un requisito per alcuni operatori, impedendo loro di adottare la DLT finché non sia stata attivata un'adeguata soluzione per tale modalità di regolamento. Inoltre,

il coinvolgimento delle banche centrali potrebbe essere percepito come un sostegno alla DLT quale innovazione nei servizi finanziari.

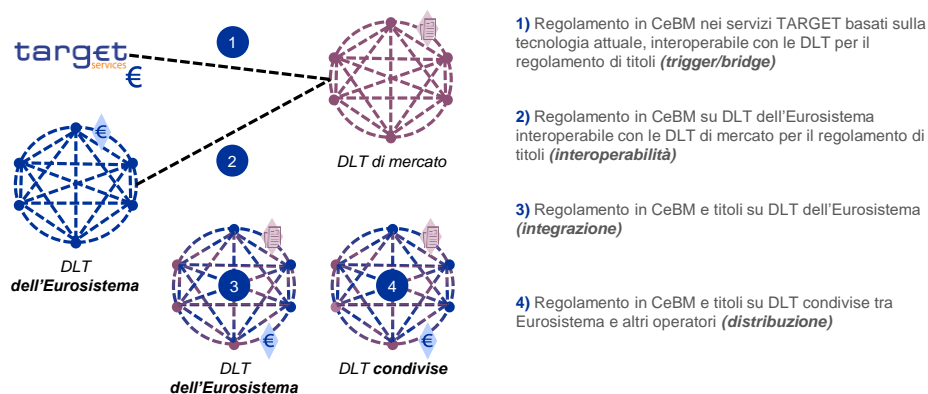
Possibili risposte dell'Eurosistema

L'Eurosistema ha analizzato le possibili risposte a un'eventuale diffusione sul mercato della DLT per il regolamento delle operazioni finanziarie all'ingrosso e individuato quattro soluzioni concettuali. Ciascuna di queste soluzioni

consentirebbe il regolamento in moneta di banca centrale in euro tra banche per le operazioni in cui i trasferimenti sono effettuati utilizzando la DLT. La figura 2, che illustra le quattro soluzioni concettuali in modo stilizzato, e i paragrafi che seguono descrivono l'esempio di un'operazione in titoli, ma soluzioni analoghe potrebbero essere utilizzate anche per le operazioni in valuta estera.

Figura 2

Soluzioni concettuali per il regolamento in moneta di banca centrale (CeBM) delle operazioni all'ingrosso registrate su piattaforme DLT



Fonte: BCE.

Note: linee, punti e icone blu rappresentano la moneta di banca centrale (CeBM). Linee, punti e icone viola rappresentano i titoli.

Una prima opzione consisterebbe nel creare un'interfaccia tecnica tra una piattaforma DLT dal lato del mercato e un'infrastruttura non DLT (come i servizi Target esistenti) dal lato dell'Eurosistema. Tale interfaccia tecnica dovrebbe consentire la comunicazione tra queste due infrastrutture in modo da regolare entrambe o nessuna delle componenti (la gamba titoli sulla piattaforma DLT di mercato e la gamba contante nell'infrastruttura dell'Eurosistema). Tali soluzioni sono denominate *trigger/bridge*.

Una seconda opzione consisterebbe nell'offrire una piattaforma DLT dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale in euro insieme a un'interfaccia tecnica tra questa e le piattaforme DLT di mercato.

Questa soluzione è concettualmente molto simile alla prima: anche in questo caso la gamba titoli regolerebbe sulla piattaforma DLT di mercato e quella contante su un'infrastruttura dell'Eurosistema. La differenza fondamentale è che in questo caso l'infrastruttura dell'Eurosistema si baserebbe sulla DLT. Questo tipo di soluzione è definita *interoperabilità a DLT piena*.

Una terza opzione consisterebbe nell'offrire una piattaforma DLT gestita dall'Eurosistema su cui regolare sia la moneta di banca centrale in euro sia i titoli. Ciò rimanda concettualmente alla piattaforma T2S già in uso ma, a differenza di questa, basata sulla DLT. Questa tipologia di soluzione è definita *integrazione* a DLT piena.

Una quarta opzione consisterebbe nell'utilizzare una o più piattaforme gestite congiuntamente dall'Eurosistema e da altri soggetti per il regolamento sia delle operazioni in moneta di banca centrale in euro sia delle operazioni in titoli. Questo tipo di soluzione è definita *distribuzione* a DLT piena.

Le soluzioni per il regolamento su una stessa piattaforma, quali quelle di integrazione e distribuzione descritte in precedenza, sono simili al concetto di "registro unificato" proposto dalla BRI nel suo Rapporto economico annuale 2023¹¹. In tale registro, secondo le ricerche e le definizioni teoriche della BRI, diverse tipologie di attività (moneta di banca centrale, moneta di banca commerciale e altre) sono rappresentate sotto forma di token programmabili per consentire l'automazione e l'integrazione di transazioni complesse in modo fluido. Ciò non implicherebbe tuttavia un registro onnicomprensivo per tutte le attività e i casi di utilizzo. Come rilevato dalla BRI, potrebbero coesistere molteplici registri unificati, potenzialmente collegati tra loro e ai sistemi esistenti.

La governance delle piattaforme con un ambito di applicazione più ampio in termini di attività, partecipanti o casi di utilizzo sarebbe presumibilmente più complessa rispetto alle piattaforme con un ambito di applicazione più ristretto. Gli emittenti e i detentori di diversi tipi di attività avranno ciascuno i propri requisiti e potrebbero dover partecipare alla definizione degli accordi di governance della piattaforma. È quindi probabile che la progettazione di tali piattaforme e la loro governance richiedano più tempo e che, ove le esigenze dei diversi utenti e operatori siano troppo divergenti, non sia possibile giungere a un accordo che le soddisfi tutte.

Quale che sia la soluzione attuata, l'Eurosistema dovrà assicurare che sia l'offerta di moneta di banca centrale in euro per il regolamento sia il regolamento stesso avvengano sotto il proprio controllo finale. Per quanto riguarda i servizi Target attualmente offerti, l'Eurosistema è responsabile della direzione, della gestione e del controllo complessivi, comprese metodologie comuni di costo e tariffazione, sicurezza e politiche riguardanti, ad esempio, quali soggetti siano autorizzati a detenere moneta di banca centrale per finalità operative all'ingrosso. L'offerta di una qualsiasi nuova soluzione dell'Eurosistema per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni basate sulla DLT non deve interferire con il controllo dell'Eurosistema sulla moneta emessa.

Le soluzioni qui descritte non si escludono a vicenda. Qualsiasi soluzione per l'offerta di regolamento in moneta di banca centrale sarebbe rilevante solo nel momento in cui la DLT fosse adottata da un numero crescente di operatori di mercato. Potrebbe essere un'opzione offrire inizialmente una soluzione in risposta

¹¹ Cfr. Banca dei regolamenti internazionali, "Blueprint for the future monetary system: improving the old, enabling the new", *BIS Annual Economic Report*, 20 giugno 2023.

alla domanda a breve termine, salvo poi avviarne un'altra, più complessa, che potrebbe potenzialmente offrire funzionalità più avanzate o gestire più casi di utilizzo. È altresì ipotizzabile che diversi casi di utilizzo possano richiedere soluzioni differenti, nel qual caso, a lungo termine, possono coesistere soluzioni multiple.

Le soluzioni concettuali finora descritte sono già state sviluppate e testate singolarmente da alcune banche centrali nazionali all'interno dell'Eurosistema.

Nella soluzione trigger sviluppata dalla Deutsche Bundesbank, il regolamento in moneta di banca centrale in euro avverrebbe nell'ambito dei servizi Target esistenti, nello specifico in T2. Nella soluzione TIPS Hash-Link sviluppata dalla Banca d'Italia, il regolamento avverrebbe su un'infrastruttura basata su TIPS, la piattaforma attualmente utilizzata per regolare i pagamenti istantanei al dettaglio (ossia i pagamenti tra privati e istituzioni non finanziarie). Infine, nelle soluzioni a DLT piena sviluppate dalla Banque de France, il regolamento in moneta di banca centrale in euro avrebbe luogo su una piattaforma DLT gestita dalla banca centrale, o da questa insieme ad altri soggetti. Ulteriori informazioni su queste soluzioni sono reperibili nelle pubblicazioni delle rispettive banche centrali nazionali¹².

5 Prossime fasi: studio esplorativo dell'Eurosistema

Ad aprile 2023 l'Eurosistema ha annunciato che avrebbe intrapreso un'indagine interna sulle modalità di regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni finanziarie all'ingrosso registrate sulle piattaforme DLT.

Questo lavoro coordinato dall'Eurosistema si baserà sugli esperimenti già condotti dalle singole banche centrali nazionali e sulle precedenti attività di sensibilizzazione e analisi del mercato effettuate a livello di Eurosistema.

Insieme agli operatori di mercato interessati, l'Eurosistema intende testare tre soluzioni di regolamento multiplatforma¹³. Queste soluzioni saranno fornite dalle tre banche centrali nazionali menzionate in precedenza. L'Eurosistema nel suo insieme analizzerà i risultati di tali indagini, utilizzando metriche comuni a tutte e tre le soluzioni. Attraverso questa analisi coordinata, l'Eurosistema intende acquisire ulteriori approfondimenti sui vantaggi di tali soluzioni in termini di capacità per gli utenti di cogliere i benefici attesi dalle DLT e di sostenere vari casi di utilizzo all'ingrosso.

Lo studio esplorativo previsto comprende una fase di sperimentazione, in cui saranno regolate in un ambiente di test solo operazioni simulate, e una fase di

¹² Cfr. Deutsche Bundesbank, "Digital money: options for payments", *Monthly Report*, aprile 2021; Diehl, M. e Drott, C., "Empowering central bank money for a digital future", *SUERF Policy Note*, n. 312, giugno 2023; La Rocca, R., Mancini, R., Benedetti, M., Caruso, M., Cossu, S., Galano, G., Mancini, S., Marcelli, G., Martella, P., Nardelli, M. e Oliviero, C., "Integrating DLTs with market infrastructures: analysis and proof-of-concept for secure DvP between TIPS and DLT platforms", *Mercati, Infrastrutture, Sistemi di pagamento*, n. 26, Banca d'Italia, luglio 2022; Banque de France, "Wholesale Central Bank Digital Currency experiments with the Banque de France: Results and key findings", novembre 2021; e Banque de France, "Wholesale central bank digital currency experiments with the Banque de France: New insights and key takeaways", luglio 2023.

¹³ Sul sito Internet della BCE è stato pubblicato un [invito a manifestare interesse](#) a partecipare a questi test e sperimentazioni.

collaudo, in cui sarà regolato un numero limitato di operazioni realmente effettuate. Tali sperimentazioni potrebbero essere utilizzate, ad esempio, dai partecipanti al regime pilota per la DLT dell'Unione europea, un regime normativo temporaneo per le infrastrutture finalizzate alla negoziazione, alla compensazione e al regolamento di strumenti finanziari basati sulla DLT¹⁴.

Con questa iniziativa l'Eurosistema mira ad ampliare le proprie conoscenze e ottenere un riscontro coerente e coordinato sulle soluzioni analizzate dagli operatori di mercato. Anche alcune delle precedenti indagini condotte dalle singole banche centrali nazionali avevano coinvolto gli operatori di mercato. Finora questi non sono stati, tuttavia, in grado di testare tutte e tre le soluzioni e di confrontarne i vantaggi negli specifici casi di utilizzo. Lo studio esplorativo coordinato dall'Eurosistema offrirà loro l'opportunità di farlo.

Questa indagine non pregiudica eventuali decisioni future sulla possibile adozione di una qualsiasi delle soluzioni emerse nella fase di sperimentazione. L'Eurosistema utilizzerà gli spunti emersi dall'indagine esplorativa per sviluppare la propria visione del futuro ecosistema delle transazioni finanziarie all'ingrosso. Inoltre, monitorerà e valuterà ulteriormente in che misura gli operatori del mercato stiano effettivamente adottando la DLT per superare le inefficienze esistenti o creare nuove opportunità commerciali. L'impatto della potenziale diffusione della DLT sulla struttura del mercato, compreso il rischio di una sua frammentazione, richiede inoltre un'ulteriore analisi. Senza anticipare eventuali decisioni future dell'Eurosistema sull'opportunità di attuare soluzioni che utilizzino nuove tecnologie, è chiaro che qualunque soluzione deve favorire l'integrazione dei mercati.

L'obiettivo ultimo di questi sforzi è assicurare che la moneta di banca centrale rimanga un'ancora monetaria a sostegno della stabilità, dell'integrazione e dell'efficienza del sistema finanziario europeo. L'Eurosistema riconosce la domanda di moneta di banca centrale quale attività di regolamento più sicura e proseguirà quindi nell'impegno a fornire tale modalità di regolamento per transazioni all'ingrosso attraverso infrastrutture idonee. Il prossimo lavoro esplorativo sarà funzionale a determinare come (vale a dire in che modo e forma) il regolamento in moneta di banca centrale possa essere utilmente offerto in uno scenario in cui la DLT sia ampiamente adottata dal settore finanziario.

¹⁴ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE (GU L 151 del 2.6.2022, pag. 1).