



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 1 / 2024



# Indice

<b>Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>2</b>
Sintesi	2
1    Contesto esterno	6
2    Attività economica	12
3    Prezzi e costi	19
4    Andamenti del mercato finanziario	25
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	28
<b>Riquadri</b>	<b>37</b>
1    Il commercio mondiale nel contesto post-pandemico	37
2    Il PMI è un indicatore affidabile per le previsioni a brevissimo termine del PIL in termini reali dell'area dell'euro?	45
3    Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	49
4    Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici	54
5    La vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE	61
6    Errori nelle previsioni di politica monetaria durante il recente ciclo di inasprimento: evidenze dall'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari	67
7    Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento	70
8    Misure di bilancio in risposta allo shock energetico e inflazionistico e ai cambiamenti climatici	75
<b>Articolo</b>	<b>79</b>
1    Le policy dell'Eurosistema in risposta all'evoluzione dei pagamenti al dettaglio	79
<b>Riquadro 1</b> Andamenti delle abitudini e delle preferenze dei consumatori	82
<b>Statistiche</b>	<b>S1</b>

# Aggiornamento sugli andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione del 25 gennaio 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni hanno sostanzialmente confermato la precedente valutazione circa le prospettive di inflazione a medio termine. A parte un effetto base al rialzo sull'inflazione complessiva legato all'energia, è proseguita la tendenza discendente dell'inflazione di fondo e si è mantenuta intensa la trasmissione dei passati incrementi dei tassi di interesse alle condizioni di finanziamento. La rigidità di queste ultime frena la domanda, contribuendo a ridurre l'inflazione.

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

Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate su una valutazione circa le prospettive di inflazione, alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

## Attività economica

È probabile che l'economia dell'area dell'euro abbia ristagnato nell'ultimo trimestre del 2023<sup>1</sup>. I dati più recenti continuano a segnalare una dinamica debole nel breve periodo. Alcuni indicatori prospettici basati sulle indagini, tuttavia, suggeriscono un rafforzamento della crescita su un orizzonte più lungo.

Il mercato del lavoro si è confermato robusto. Il tasso di disoccupazione, pari al 6,4 per cento a novembre, si è riportato sul livello più basso dall'introduzione dell'euro e gli ingressi nelle forze di lavoro sono aumentati. Al tempo stesso la domanda di manodopera è in fase di rallentamento, come indica la diminuzione delle posizioni di lavoro vacanti.

---

<sup>1</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 24 gennaio 2024. Secondo la stima rapida preliminare diffusa dall'Eurostat il 30 gennaio 2024, tra il terzo e il quarto trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è rimasto invariato.

I governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno connesse alla crisi energetica per evitare di sospingere al rialzo le pressioni inflazionistiche a medio termine. Le politiche strutturali e di bilancio dovrebbero essere formulate con l'obiettivo di accrescere la produttività e la competitività dell'economia dell'area dell'euro e ridimensionare gradualmente gli elevati rapporti tra debito pubblico e PIL. 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 seguito del recente accordo raggiunto dal Consiglio Ecofin sulla riforma del quadro di governance economica dell'UE, il relativo processo legislativo andrebbe concluso in tempi rapidi, in modo da poter dare pronta attuazione alle nuove regole. È inoltre indispensabile accelerare i progressi verso la realizzazione dell'unione dei mercati dei capitali e il completamento dell'unione bancaria.

## Inflazione

A dicembre 2023 l'inflazione è salita al 2,9 per cento, in quanto è venuto meno l'effetto sul tasso di inflazione sui dodici mesi di alcune misure di bilancio precedentemente adottate per attenuare l'impatto degli elevati prezzi dell'energia; l'incremento è risultato tuttavia più debole rispetto alle attese<sup>2</sup>. Al di là di questo effetto base, l'inflazione ha confermato la propria complessiva tendenza discendente. A dicembre la sua componente alimentare si è ridotta al 6,1 per cento. Anche l'inflazione al netto di energia e alimentari è nuovamente diminuita, raggiungendo il 3,4 per cento, per effetto del calo al 2,5 per cento di quella relativa ai beni. L'inflazione dei servizi è rimasta stabile al 4,0 per cento.

L'inflazione dovrebbe attenuarsi ancora nel corso del 2024, in un contesto in cui gli shock energetici progressi, le strozzature dal lato dell'offerta e la riapertura delle attività economiche dopo la pandemia esauriscono i propri effetti e la politica monetaria più restrittiva continua a pesare sulla domanda.

A dicembre quasi tutte le misure dell'inflazione di fondo sono ulteriormente diminuite. L'alto tasso di incremento delle retribuzioni e la produttività del lavoro in calo mantengono elevate le pressioni interne sui prezzi, sebbene anche queste abbiano iniziato ad affievolirsi. Allo stesso tempo, i più bassi profitti per unità di prodotto hanno iniziato a contenere l'effetto inflazionistico esercitato dall'aumento dei costi unitari del lavoro. Le misure delle aspettative di inflazione a più breve termine hanno registrato una marcata flessione, mentre quelle delle aspettative a più lungo termine si collocano in prevalenza attorno al 2 per cento.

---

<sup>2</sup> Secondo la stima preliminare dell'Eurostat del 1° febbraio, a gennaio 2024 l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 2,8 per cento

## Valutazione dei rischi

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

Tra i rischi al rialzo per l'inflazione figurano le accresciute tensioni geopolitiche, soprattutto in Medio Oriente, che potrebbero determinare un rialzo dei costi di energia e di trasporto nel breve periodo, ostacolando il commercio mondiale. Inoltre l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati del previsto se le retribuzioni aumentassero più di quanto atteso o i margini di profitto evidenziassero una tenuta superiore. Al contrario, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda in misura superiore alle aspettative o nel caso di un deterioramento inatteso del contesto economico nel resto del mondo. L'inflazione potrebbe altresì ridursi più rapidamente nel breve periodo se i prezzi dell'energia evolvessero in linea con il recente spostamento verso il basso delle aspettative di mercato circa il profilo futuro delle quotazioni del petrolio e del gas.

## Condizioni finanziarie e monetarie

Dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 14 dicembre 2023 i tassi di interesse di mercato hanno mostrato un andamento sostanzialmente laterale. L'orientamento restrittivo della politica monetaria del Consiglio direttivo continua a trasmettersi con vigore alle condizioni di finanziamento generali. I tassi sui prestiti alle imprese sono diminuiti lievemente, portandosi al 5,2 per cento a novembre, mentre i tassi sui mutui ipotecari sono ulteriormente aumentati, collocandosi al 4,0 per cento.

Gli elevati tassi di indebitamento, uniti all'associata riduzione dei piani di investimento e degli acquisti di abitazioni, hanno determinato un nuovo calo della domanda di credito nel quarto trimestre del 2023, come rilevato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2024. Pur essendo divenuti meno rigidi, i criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie sono rimasti restrittivi, dati i timori delle banche circa i rischi cui è esposta la clientela.

In tale contesto la dinamica del credito è lievemente migliorata, confermandosi tuttavia complessivamente debole. A novembre 2023 i prestiti alle imprese hanno ristagnato rispetto all'anno precedente, dopo la contrazione di ottobre, per effetto di un recupero del flusso mensile dei crediti a breve termine. I prestiti alle famiglie sono cresciuti al ritmo contenuto dello 0,5 per cento sui dodici mesi.

## Decisioni di politica monetaria

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

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

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

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

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

## Conclusioni

Nella riunione del 25 gennaio 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Sulla base della valutazione corrente, il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento di tale obiettivo. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati dell'orientamento restrittivo.

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

## Contesto esterno

*Nel quarto trimestre del 2023 l'attività economica mondiale ha rallentato. I fattori positivi che hanno favorito la spesa per consumi, per effetto delle condizioni tese nei mercati del lavoro, iniziano ad affievolirsi, mentre il precedente inasprimento della politica monetaria continua a trasmettersi all'economia. Nel quarto trimestre l'inflazione di fondo ha continuato a scendere, ma ulteriori progressi potrebbero essere lenti, in quanto la crescita salariale rimane elevata e si mantiene al di sopra delle medie di lungo periodo. I prezzi del petrolio sono aumentati nel periodo compreso tra la riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di dicembre e quella di gennaio, in presenza di una certa volatilità, in quanto gli attacchi alle petroliere nel Mar Rosso hanno acuito le tensioni geopolitiche in Medio Oriente, mentre in Europa i prezzi del gas sono diminuiti a fronte di una domanda ancora bassa e di livelli di stoccaggio del gas elevati nella UE.*

**Alla fine dell'anno la crescita economica mondiale ha rallentato.** L'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto segnala un calo del tasso di crescita del PIL in termini reali nel quarto trimestre del 2023. Anche gli indicatori ad alta frequenza, come le vendite al dettaglio mondiali, indicano un rallentamento della spesa per consumi intorno alla fine dell'anno. Ciò riflette il venir meno dei fattori positivi che hanno sostenuto i consumi nelle grandi economie avanzate, in quanto le tensioni sui mercati del lavoro si stanno gradualmente attenuando, la crescita dei salari nominali è in fase di moderazione e i risparmi in eccesso accumulati dalle famiglie diminuiscono. Allo stesso tempo, il precedente inasprimento della politica monetaria continua a trasmettersi all'economia mondiale.

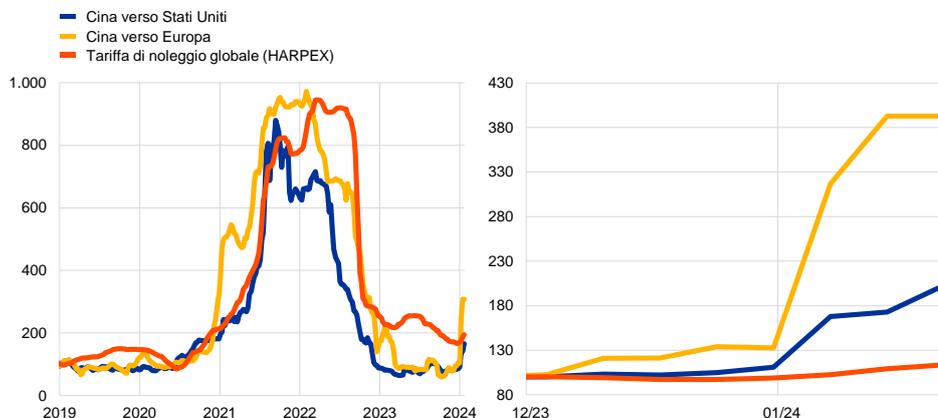
**La crescita dell'interscambio mondiale dovrebbe migliorare ulteriormente, ma le turbative nel settore del trasporto marittimo comportano rischi al ribasso.**

L'andamento della crescita dell'interscambio di beni è tornato in territorio positivo a ottobre 2023, a fronte di miglioramenti generalizzati tra i vari paesi a livello mondiale. L'interscambio mondiale è stato sostenuto dal venir meno di fattori successivi alla pandemia che hanno penalizzato il commercio lo scorso anno, come, ad esempio, il ridimensionamento delle scorte delle imprese accumulate nel 2022. Tuttavia, tale normalizzazione della crescita dell'interscambio è esposta a rischi al ribasso, in quanto alcune compagnie di navigazione hanno sospeso i servizi sulla rotta del Mar Rosso e del Canale di Suez in seguito agli attacchi contro le navi da carico. Il dirottamento delle navi attorno al Capo di Buona Speranza comporta l'allungamento dei tempi di consegna, mentre le tariffe spot per il trasporto via container sono aumentate, in particolare tra la Cina e l'Europa (cfr. il grafico 1). Sebbene permanga un'elevata incertezza, al momento l'impatto sui flussi commerciali è di gran lunga inferiore rispetto alle turbative nell'interscambio connesse alla pandemia osservate nel 2021-2022. Ciò è dovuto alla crescita relativamente inferiore della domanda di beni, alla maggiore capacità di trasporto inutilizzata e alla minore congestione dei porti attualmente osservate.

## Grafico 1

### Costi del trasporto marittimo mondiale

(indici: gennaio 2019 = 100 (pannello di sinistra), novembre 2023 = 100 (pannello di destra))



Fonti: Bloomberg, Freightos, HARPER PETERSEN ed elaborazioni degli esperti della BCE.

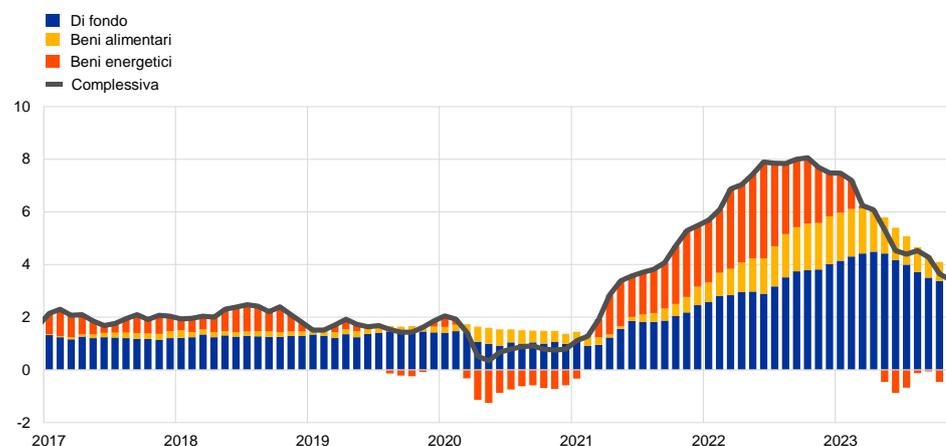
Note: il Freightos Baltic Index (FBX) misura i noli per il trasporto direzionale (relativi ai prezzi per il trasporto marittimo di container misurati in unità equivalenti a 40 piedi) tra, ad esempio, la Cina e gli Stati Uniti e tra la Cina e l'Europa. L'HARPER PETERSEN Charter Rate Index (HARPEX) è un indicatore della tariffa di noleggio globale e misura il costo del noleggio delle navi portacontainer che operano su tutte le rotte a livello mondiale. Le osservazioni più recenti si riferiscono al 21 gennaio 2024.

**A dicembre 2023 l'inflazione di fondo nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ha continuato a diminuire, ma un'ulteriore normalizzazione potrebbe essere lenta.** Nei paesi membri dell'OCSE, esclusa la Turchia, l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è diminuita al 3,4 per cento a novembre, dal 3,6 di ottobre, per effetto di un lieve allentamento dell'inflazione dei prodotti alimentari (cfr. il grafico 2). Anche l'inflazione di fondo (l'inflazione complessiva al netto delle componenti alimentare ed energetica) è diminuita a novembre di 0,2 punti percentuali, al 4,1 per cento, ma rimane elevata. Gli indici dei prezzi di input e output compresi nel PMI, validi indicatori anticipatori dell'inflazione di fondo di beni e servizi su scala mondiale, segnalano che l'inflazione della componente dei servizi rimane persistente e il ritorno sui livelli della media di lungo periodo è lento. Tale andamento riflette in parte l'allentamento dei mercati del lavoro, nonostante le condizioni ancora tese.

## Grafico 2

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

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



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'inflazione nei paesi dell'OCSE, esclusa la Turchia, è calcolata in base agli indici dei prezzi al consumo nazionali e a pesi per la spesa annuale finale per consumi privati espressi in termini di parità di potere di acquisto (PPA). L'inflazione di fondo si riferisce all'inflazione complessiva al netto delle componenti alimentare ed energetica. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023.

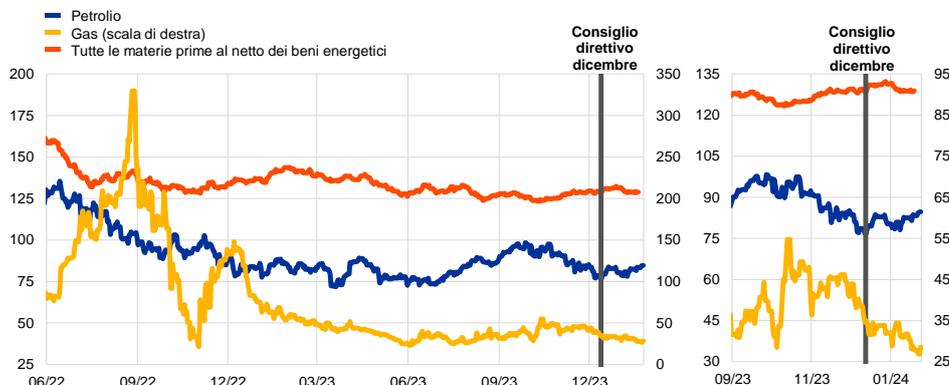
### Dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre i prezzi delle materie prime energetiche hanno mostrato andamenti eterogenei, per effetto dell'aumento dei corsi petroliferi e del calo dei prezzi del gas.

I prezzi del petrolio in dollari statunitensi hanno registrato un aumento del 10,4 per cento, in un contesto caratterizzato dal timore che gli attacchi alle navi nel Mar Rosso possano incidere sul trasporto di petrolio attraverso il Canale di Suez, una rotta fondamentale per l'interscambio mondiale di petrolio via mare (cfr. il grafico 3). Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, nel primo trimestre del 2024 il mercato petrolifero mondiale dovrebbe rimanere in equilibrio, in presenza di tagli volontari alla produzione più marcati all'inizio dell'anno da parte di alcuni paesi membri dell'OPEC+ (Organisation of the Petroleum Exporting Countries, più altri paesi produttori di petrolio). Tuttavia, per il resto dell'anno è probabile che si registri un'eccedenza dell'offerta di petrolio, riflettendo, tra l'altro, le revisioni al rialzo dell'offerta di petrolio degli Stati Uniti e l'indebolimento della domanda da parte delle economie avanzate. I prezzi del gas in Europa sono diminuiti del 18,2 per cento, a causa della domanda ancora bassa e il consumo di gas è rimasto al di sotto dei valori storici relativi alla stagione in cui si concentrano i consumi per riscaldamento, a causa dell'effetto combinato delle temperature invernali miti, dei cambiamenti nel comportamento dei consumatori e della debole attività industriale. Allo stesso tempo, i paesi dell'Europa centrale e orientale hanno sfruttato la possibilità di attingere al gas proveniente dagli impianti di stoccaggio ucraini, contribuendo a mantenere elevati i livelli di stoccaggio dell'UE.

### Grafico 3

#### Andamento dei prezzi delle materie prime

(scala di sinistra: USD al barile (petrolio), indice: 2020 = 100 (tutte le materie prime al netto dei beni energetici); scala di destra: EUR/MWh (gas))



Fonti: indagini LSEG e HWWI ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Gas" fa riferimento al prezzo del gas TTF olandese. La linea verticale indica la data della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo di dicembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 24 gennaio 2024 per il petrolio e il gas, e al 19 gennaio 2024 per le materie prime esclusi i beni energetici.

#### I prezzi delle materie prime non energetiche sono rimasti stabili, per effetto del lieve aumento dei prezzi dei metalli e del calo dei prezzi dei beni alimentari.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di dicembre i prezzi dei metalli sono aumentati dell'1 per cento, trainati prevalentemente dall'aumento dei prezzi di stagno, piombo e alluminio. I prezzi dell'alluminio hanno mostrato una certa volatilità, per effetto dei timori connessi all'intensificarsi delle tensioni sul mercato dell'alluminio, in seguito alle sanzioni imposte dal governo britannico sul commercio di metalli provenienti dalla Russia, e all'esplosione di un deposito di carburante in Guinea a dicembre, che ha alimentato le preoccupazioni connesse alle conseguenze di una carenza di bauxite sulla produzione di alluminio in Cina. I prezzi delle materie prime alimentari sono diminuiti dell'1,7 per cento, sulla scia del calo dei prezzi della soia e dei cereali.

#### Negli Stati Uniti ci si attendeva che la crescita economica mostrasse segnali di moderazione alla fine dello scorso anno, dopo la crescita vigorosa del terzo trimestre<sup>3</sup>.

Gli indicatori ad alta frequenza, come gli acquisti con carta di credito, indicano un rallentamento della spesa per consumi a fine anno. Allo stesso tempo, l'aumento dei casi di insolvenza dei crediti al consumo indica che i bilanci delle famiglie sono sottoposti a crescenti pressioni. L'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC negli Stati Uniti è aumentata a dicembre 2023 di 0,3 punti percentuali, raggiungendo il 3,4 per cento, in quanto il contributo dei prezzi dei beni energetici è divenuto meno negativo. L'inflazione di fondo è diminuita di 0,1 punti percentuali, al 3,9 per cento, per effetto del calo persistente, anche se lento, dell'inflazione della componente dei servizi. Nel contempo, nella riunione di dicembre la Federal Reserve ha mantenuto invariati i tassi di interesse per la seconda volta consecutiva e ha rivisto al ribasso le proiezioni relative a inflazione e tassi di interesse nel 2024, a segnalare che la domanda potrebbe far sentire il suo peso sull'economia nel corso dell'anno.

<sup>3</sup> La stima preliminare del PIL statunitense relativo al quarto trimestre del 2023 è stata pubblicata dopo la data limite di aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

**In Cina l'attività economica ha subito un rallentamento nel quarto trimestre del 2023, per effetto del persistere di condizioni sfavorevoli nel settore**

**immobiliare.** La crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente è scesa all'1,0 per cento nel quarto trimestre del 2023, dall'1,5 del trimestre precedente. Per il 2023, nel complesso, la crescita del PIL ha raggiunto il 5,2 per cento, un livello ampiamente in linea con l'obiettivo di crescita del governo di "circa il 5 per cento" per il 2024. Il settore immobiliare continua a frenare l'economia. I prezzi delle abitazioni continuano a scendere, mentre l'attività nel settore delle costruzioni rimane bassa, gravando sugli investimenti complessivi. Sebbene la crescita della spesa per consumi sia positiva rispetto al periodo corrispondente, il consumo di beni e servizi connessi alle abitazioni (come il mobilio) continua a contrarsi. Nel contempo, i tassi dell'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC sono rimasti in territorio negativo nel quarto trimestre e i prezzi sono diminuiti dello 0,3 per cento a dicembre, principalmente a causa del calo dei prezzi dei beni alimentari. Per contro, nello stesso mese l'inflazione di fondo sui dodici mesi è rimasta positiva, allo 0,6 per cento. Nel breve termine è probabile che le pressioni inflazionistiche restino contenute, di riflesso al basso livello dei prezzi dei beni alimentari, unito alla debolezza della domanda interna ed esterna.

**In Giappone la spesa per consumi mostra segnali di una moderata ripresa, nonostante il perdurare delle pressioni inflazionistiche.**

Gli indicatori dell'attività economica segnalano un graduale rafforzamento della domanda interna, in quanto la fiducia dei consumatori sta migliorando a fronte delle attese di un aumento delle retribuzioni. Ciononostante, prevale l'incertezza relativa all'impatto economico del terremoto che ha colpito il Giappone il giorno di Capodanno, ma in questa fase le interruzioni nelle catene di approvvigionamento sembrano essere relativamente limitate. Nel contempo, a dicembre l'inflazione al consumo complessiva è scesa al 2,6 per cento dal 2,8 del mese precedente. Allo stesso tempo, l'inflazione di fondo è lievemente aumentata a dicembre di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 2,8 per cento e segnalando il persistere di pressioni di fondo sui prezzi. Sebbene la Banca del Giappone abbia mantenuto invariato il tasso di riferimento a dicembre, nel 2024 è ampiamente atteso un inasprimento dell'orientamento di politica monetaria.

**Nel Regno Unito l'attività economica rimane modesta, mentre l'inflazione dovrebbe ulteriormente attenuarsi.**

La crescita del PIL nel terzo trimestre del 2023 è stata rivista al ribasso al -0,1 per cento rispetto al trimestre precedente. I dati ad alta frequenza recenti segnalano una maggiore capacità di tenuta e indicano un modesto miglioramento della crescita del PIL nel quarto trimestre dell'anno. In prospettiva, l'attività economica dovrebbe rimanere modesta nei prossimi trimestri, in quanto il precedente inasprimento della politica monetaria e i più elevati costi di finanziamento per le imprese dovrebbero gravare sulla domanda. Tuttavia, il recente calo dei tassi sui mutui ha stimolato la domanda di nuovi mutui ipotecari e potrebbe in qualche misura spingere la spesa per consumi. A dicembre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è risultata lievemente superiore alle attese, aumentando di 0,1 punti percentuali rispetto al periodo corrispondente e raggiungendo il 4,0 per cento, dopo il netto calo osservato nei mesi precedenti. L'inflazione dovrebbe continuare a scendere nei prossimi mesi, sebbene più

lentamente, in quanto le pressioni derivanti dalla crescita salariale ancora elevata dovrebbero persistere, di riflesso alle condizioni ancora tese sul mercato del lavoro.

## 2 Attività economica

*È probabile che l'economia dell'area dell'euro abbia ristagnato nell'ultimo trimestre del 2023, dopo un anno di crescita sostanzialmente piatta<sup>4</sup>. Ciò deriva dalla prolungata debolezza del commercio mondiale e dal rafforzamento della trasmissione della politica monetaria. I dati più recenti mostrano segnali di un modesto rafforzamento della crescita nel primo trimestre del 2024. Il mercato del lavoro continua a mostrare capacità di tenuta, malgrado gli indicatori più recenti forniscano segnali di raffreddamento, a causa del protratto periodo di debolezza dell'attività economica. Nel corso dell'anno l'economia dell'area dell'euro dovrebbe iniziare a migliorare gradualmente. Ci si attende che la crescita sia sostenuta dall'aumento del reddito disponibile reale, a sua volta supportato dal calo dell'inflazione e dalla robusta crescita dei salari. Nel contempo, le esportazioni dovrebbero allinearsi al miglioramento della domanda estera.*

**Ci si attende che nell'ultimo trimestre del 2023 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro sia rimasta debole.** Nel terzo trimestre del 2023 l'economia dell'area dell'euro ha registrato una lieve contrazione (cfr. il grafico 4), dopo il periodo di stagnazione durante lo scorso anno; tale risultato è riconducibile principalmente agli effetti negativi della variazione delle scorte. Un contributo positivo è provenuto dalla domanda interna, mentre l'interscambio netto ha avuto un impatto neutro. I dati più recenti per il quarto trimestre indicano il protrarsi di una debole crescita del prodotto. Nei mesi di ottobre e novembre 2023 la produzione industriale dell'area dell'euro ha registrato una diminuzione pari all'1,2 per cento rispetto alla media del terzo trimestre, un declino diffuso anche nei vari settori industriali. Inoltre, in ottobre la produzione nel comparto dei servizi ha riportato una contrazione dello 0,9 per cento rispetto al mese precedente, collocandosi su un valore dello 0,7 per cento inferiore alla media del terzo trimestre, indicando che la dinamica di crescita debole si è diffusa a tutta l'economia. Dati più tempestivi dalle indagini, che comprendono l'intero quarto trimestre, confermano condizioni di crescita lenta, o persino di calo del prodotto per il periodo. Nel quarto trimestre l'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto per l'area dell'euro è diminuito a 47,2, da 47,5 nel terzo trimestre, segnando tuttavia un recupero tra ottobre e dicembre 2023, da 46,5 a 47,6, riflettendo gli andamenti osservati sia nell'industria sia nei servizi (cfr. il riquadro 2).

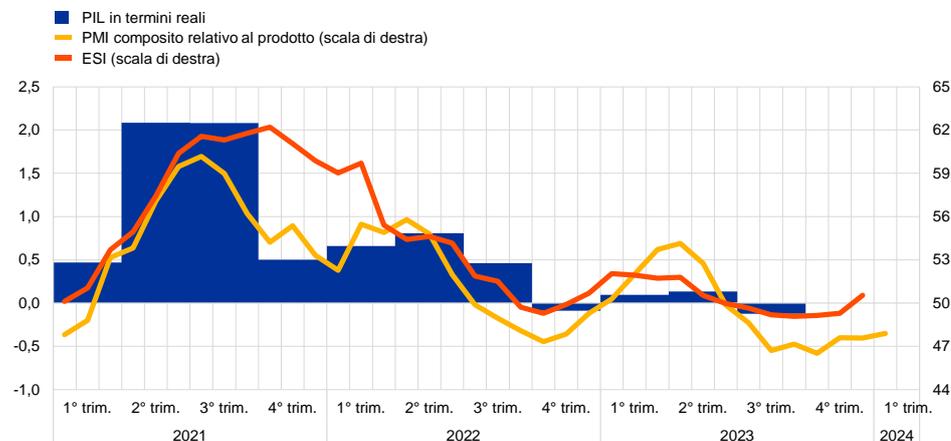
---

<sup>4</sup> Secondo la stima rapida preliminare diffusa dall'Eurostat il 30 gennaio 2024, nel quarto trimestre del 2023 il PIL in termini reali dell'area dell'euro ha mostrato una crescita pari a zero rispetto al trimestre precedente. Tale stima non era disponibile entro l'ultima data utile per questo numero del Bollettino.

## Grafico 4

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e ridefinito in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per il PIL in termini reali, a dicembre 2023 per l'ESI e a gennaio 2024 per il PMI composito relativo al prodotto.

### **Sebbene la crescita del PIL dell'area dell'euro si confermi debole, ci si aspetta che mostri dei miglioramenti all'inizio del 2024.**

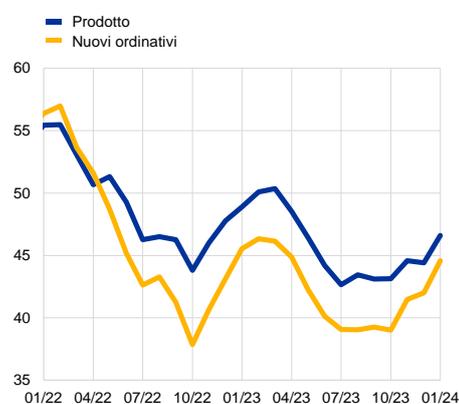
I dati degli indici PMI di gennaio mostrano una perdurante debolezza all'inizio dell'anno, a seguito del crescente impatto del debole interscambio mondiale e del vigore della trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, il PMI composito relativo al prodotto è lievemente migliorato, riflettendo ulteriormente un forte incremento del prodotto nel settore manifatturiero, unitamente a un lieve calo dell'attività nel settore dei servizi (cfr. il grafico 5). Tra dicembre 2023 e gennaio 2024 i nuovi ordinativi hanno continuato ad aumentare sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, segnalando un lieve miglioramento nel primo trimestre di quest'anno. Anche le principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie (cfr. il riquadro 3) suggeriscono che la crescita si rafforzerà gradualmente. Nella stessa ottica, i risultati desunti dalla più recente Survey of Professional Forecasters della BCE, condotta a gennaio, indicano che l'attività economica inizierà un lento recupero nel primo trimestre del 2024.

## Grafico 5

### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

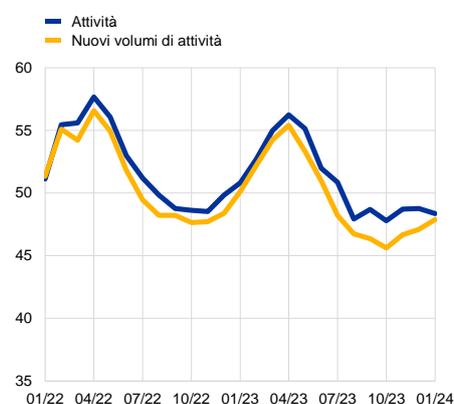
#### a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)



#### b) Servizi

(indici di diffusione)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

**Il mercato del lavoro continua a mostrare capacità di tenuta, malgrado gli indicatori più recenti forniscano segnali di raffreddamento, a causa di un'attività economica più debole.** Durante il terzo trimestre dell'anno la crescita dell'occupazione si è confermata vigorosa, con un tasso trimestrale pari allo 0,2 per cento. L'aumento dell'occupazione ha celato una contrazione delle ore lavorate, dovuto al perdurare di elevati livelli di assenze per malattia e ad alcuni fenomeni di accaparramento di manodopera. A fronte di una continua crescita delle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione è tornato al livello più basso dall'inizio dell'euro, collocandosi al 6,4 per cento a novembre, dal 6,5 a ottobre 2023 (cfr. il grafico 6).

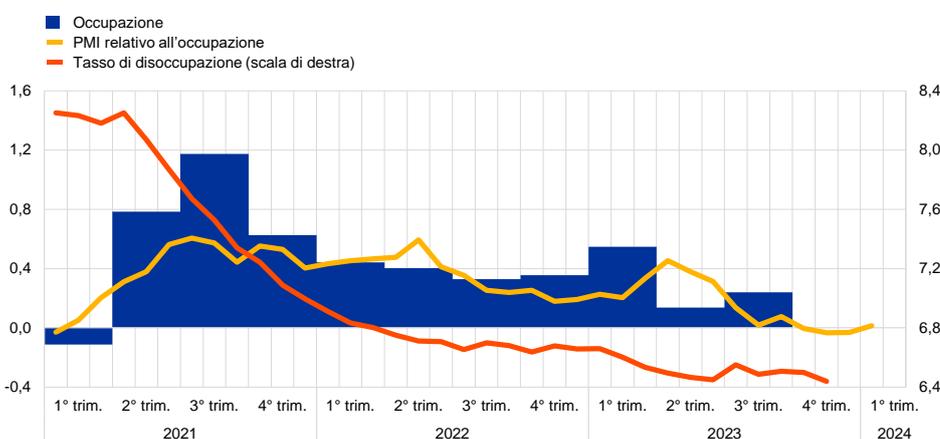
Gli indicatori congiunturali recenti segnalano un'ulteriore perdita di slancio nella creazione di posti di lavoro, in un contesto caratterizzato da andamenti economici complessivamente più deboli. Analogamente, l'indicatore PMI relativo all'occupazione per l'intera economia suggerisce un rallentamento della dinamica nel secondo semestre del 2023. Secondo la stima rapida, a gennaio il PMI relativo all'occupazione era pari a 50,1, lievemente superiore al valore neutro di 50.

Per quanto riguarda i diversi settori, tale stima suggerisce che l'occupazione è andata diminuendo nel settore manifatturiero, ma ha continuato a crescere moderatamente in quello dei servizi. Nonostante il miglioramento rispetto a dicembre 2023, l'indicatore composito del PMI relativo all'occupazione ha mostrato nel complesso una tendenza decrescente da aprile 2023. L'indagine telefonica presso le imprese ha segnalato un indebolimento nella crescita dell'occupazione nel quarto trimestre del 2023. Un numero crescente di imprese ha riferito di lievi riduzioni nel tasso di occupazione complessiva, principalmente riconducibili a mancate sostituzioni di personale che ha lasciato l'azienda per pensionamento o dimissioni.

## Grafico 6

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

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



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

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

#### La crescita dei consumi privati è rimasta debole nell'ultimo trimestre del 2023, di riflesso al protrarsi della contrazione della spesa per beni.

Ciò viene suggerito dalla perdurante debolezza dei volumi delle vendite al dettaglio, che a ottobre e novembre si sono collocati, in media, sullo stesso livello del terzo trimestre 2023. Nel contempo, nel quarto trimestre 2023 le immatricolazioni di nuove autovetture erano inferiori dello 0,6 per cento rispetto al livello del terzo trimestre, periodo in cui si era registrata una forte ripresa, principalmente per effetto dei ritardi pregressi su ordini di automobili elettriche. Sebbene ulteriormente migliorato a dicembre, l'indicatore della fiducia dei consumatori della Commissione europea si conferma ben al di sotto della sua media di lungo periodo.

#### I dati delle indagini più recenti continuano a segnalare una generale debolezza della spesa per beni, a fronte di una forte spesa per servizi all'inizio dell'anno.

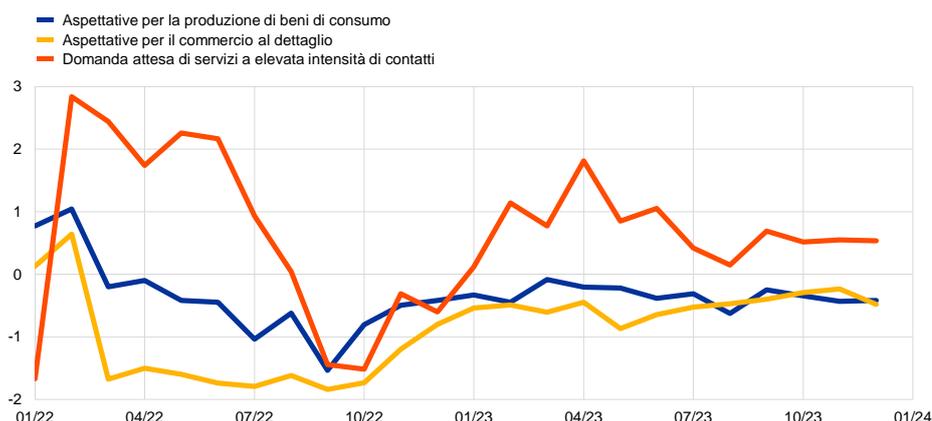
Gli indicatori della Commissione relativi all'attività attesa nel commercio al dettaglio e alle attese di acquisti rilevanti da parte dei consumatori sono rimasti tenui a dicembre 2023, nonostante un lieve miglioramento di questi ultimi. Per contro, non vi è stata una forte correzione al ribasso nella domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti, che ha continuato a evidenziare una buona tenuta a dicembre, mantenendosi al di sopra della sua media storica (cfr. il grafico 7). Analogamente, l'edizione di dicembre dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) indica una buona tenuta della domanda attesa di prenotazioni per le vacanze. Anche i principali risultati emersi dai recenti contatti della BCE con il settore non finanziario denotano la probabilità che la domanda di servizi a elevata intensità di contatti si confermi relativamente forte, mentre quella per beni, in particolare quelli durevoli, continuerebbe a mostrarsi debole. La trasmissione all'economia reale dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento dovrebbe limitare la richiesta di prestiti da parte delle famiglie,

mantenendo elevati i risparmi e modesta la crescita della spesa per consumi nel breve periodo. 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.

### Grafico 7

#### Aspettative per produzione di beni di consumo, commercio al dettaglio e domanda di servizi

(saldi percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Servizi a elevata intensità di contatti" indica la media ponderata dei servizi di alloggio, ristorazione e viaggio. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

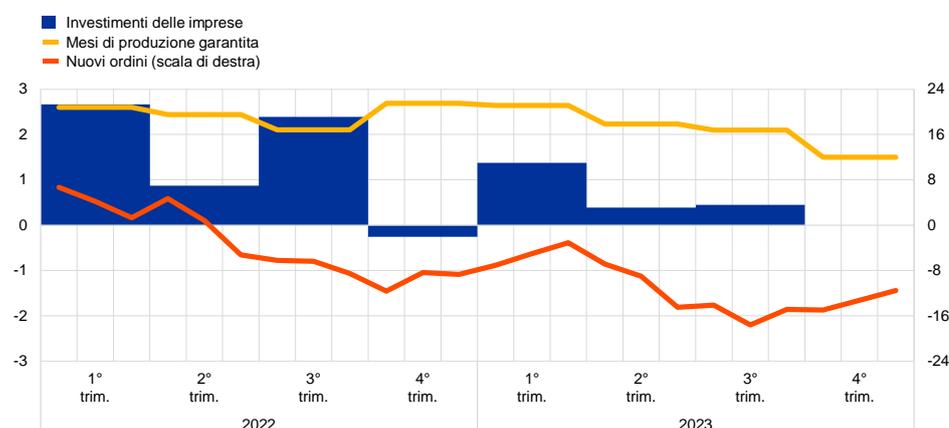
**Si stima che nel quarto trimestre la crescita degli investimenti delle imprese abbia rallentato, in un contesto di debolezza della domanda e di condizioni di finanziamento restrittive.** Dopo aver registrato un aumento dello 0,5 per cento nel terzo trimestre del 2023 rispetto al periodo precedente, i modesti indicatori relativi ai beni di investimento suggeriscono che la crescita degli investimenti delle imprese, esclusi gli investimenti immateriali in Irlanda, dovrebbe essersi indebolita nel quarto trimestre. Nel contempo, mentre l'indice PMI relativo ai nuovi ordinativi si è confermato in contrazione nel quarto trimestre del 2023, il volume esistente di ordini garantisce ancora la produzione di beni di investimento per un periodo superiore a quello osservato prima della pandemia, secondo l'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori (cfr. il pannello a) del grafico 8). Ciò potrebbe aver sostenuto gli investimenti alla fine dell'anno. Al tempo stesso, nei primi tre trimestri del 2023 nell'area dell'euro è cresciuto il numero di fallimenti in confronto allo stesso periodo del 2022, ancorché da livelli bassi. Ciò si è verificato in un contesto di graduale revoca delle politiche di sostegno legate alla pandemia e alla crisi energetica, nonché all'inasprimento delle condizioni di finanziamento. Tali vulnerabilità delle aziende, insieme alla debolezza della domanda e all'elevata incertezza in merito alle condizioni geopolitiche e di finanziamento, potrebbero incidere sugli investimenti quest'anno, come suggerito dall'indebolimento delle prospettive di investimento segnalato dai contatti con le imprese (cfr. il riquadro 5).

## Grafico 8

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

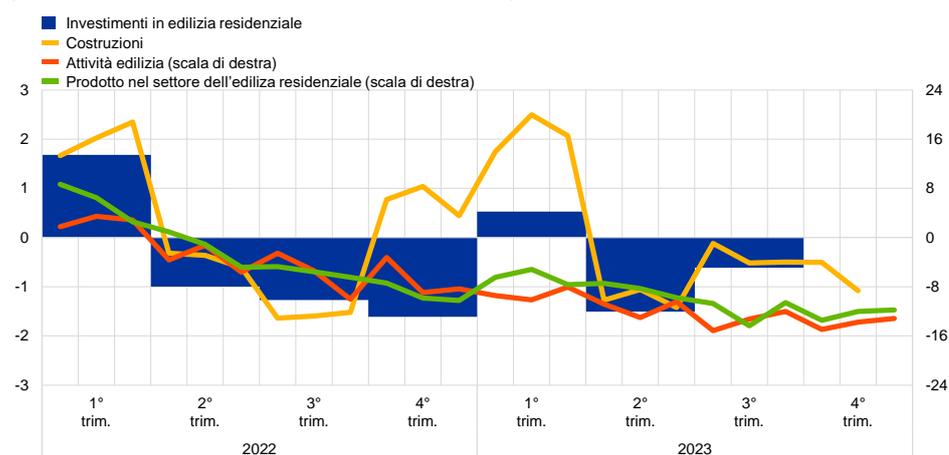
#### a) Investimenti delle imprese

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; deviazioni dalla media)



#### b) Investimenti in edilizia residenziale

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; deviazioni dalla media)



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Gli investimenti delle imprese sono approssimati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni e non comprendono i prodotti di proprietà intellettuale irlandesi. Gli investimenti delle imprese e il PMI relativo ai nuovi ordinativi per i beni di investimento sono espressi come deviazioni dalla media del periodo 1999-2019. I mesi di produzione di beni di investimento garantita sulla base degli ordini esistenti sono espressi come deviazione dalla media del periodo 1999-2019. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per gli investimenti, al quarto trimestre del 2023 per i mesi di produzione garantita e a dicembre 2023 per tutte le altre variabili. L'indice relativo alla produzione nell'attività edilizia è definito come variazione percentuale rispetto al livello medio nel trimestre precedente. L'indice della Commissione europea relativo all'attività di costruzione edilizia negli ultimi tre mesi è calcolato come variazione in rapporto al livello medio nel quarto trimestre del 2021. Il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale (cioè costruzioni di abitazioni) è espresso come deviazione da 50. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, a novembre 2023 per le costruzioni e a dicembre 2023 per tutte le altre variabili.

#### Nel quarto trimestre del 2023 gli investimenti nel settore dell'edilizia

#### residenziale hanno verosimilmente subito un'ulteriore riduzione, come evidenziato dagli indicatori sia quantitativi sia qualitativi.

Il prodotto nelle costruzioni, che rappresenta un indicatore anticipatore degli investimenti immobiliari, a ottobre e a novembre è sceso in media dell'1,1 per cento rispetto al livello medio osservato nel terzo trimestre. Inoltre, le misure dell'attività desunte dalle indagini, quale l'indicatore della Commissione europea relativo all'andamento dell'attività edilizia negli ultimi tre mesi e il PMI per l'edilizia residenziale, sono rimaste in

territorio di contrazione fino a dicembre 2023, nonostante un lieve miglioramento registrato negli ultimi due mesi del quarto trimestre dell'anno (cfr. il pannello b) del grafico 8). Nell'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori sui fattori che limitano l'attività nel settore delle costruzioni l'insufficienza della domanda è stata citata dalle imprese più frequentemente nel quarto trimestre rispetto al terzo trimestre del 2023 ed è rimasta il fattore più menzionato, seguita dalla carenza di manodopera. Le concessioni edilizie per gli edifici residenziali (misurati in superficie) sono aumentate a settembre, ma nel complesso hanno continuato a diminuire significativamente nel terzo trimestre, dopo cinque trimestri consecutivi di flessione. Tale tendenza persistente al ribasso nell'ambito delle concessioni indica che nel prossimo futuro la dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale probabilmente rimarrà debole, in coerenza con il sommo indebitamento delle famiglie per prestiti per l'acquisto di abitazioni.

**Alla fine dell'anno la dinamica dell'interscambio dell'area dell'euro si è confermata su livelli contenuti.** A novembre i volumi di esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro hanno subito una contrazione dello 0,4 per cento nelle medie trimestrali. Sebbene l'allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta abbia continuato a fornire un certo sostegno, le esportazioni sono state frenate dalla debolezza della domanda estera e dalla minore competitività connessa al passato apprezzamento dell'euro, nonché dallo shock energetico che grava ancora su alcuni settori. Nel contempo, anche il ciclo mondiale delle scorte ha avuto un impatto sulla domanda di esportazioni (cfr. il riquadro 1). In prospettiva, con la ripresa dell'attività mondiale e la diminuzione del decumulo delle scorte, l'effetto frenante sulle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe gradualmente venire meno. Per quanto riguarda il breve periodo, gli indicatori prospettici, per le esportazioni sia di beni sia di servizi, continuano a indicare una moderazione. Inoltre, la situazione nel Mar Rosso pone ulteriori rischi al ribasso per le prospettive. I volumi di importazioni di beni dall'esterno dell'area dell'euro hanno subito un'ulteriore contrazione del 2,4 per cento nelle medie trimestrali, a seguito di un indebolimento dell'attività e di un brusco decumulo delle scorte nell'area dell'euro.

**Oltre il breve periodo la crescita del PIL dovrebbe gradualmente rafforzarsi.** È atteso l'inizio di una costante ripresa dell'economia dell'area dell'euro nel corso dell'anno. La crescita dovrebbe essere sostenuta dall'aumento del reddito disponibile reale, a sua volta supportato dal calo dell'inflazione e dalla robusta crescita salariale. Inoltre, le esportazioni dovrebbero allinearsi al miglioramento della domanda estera. Anche il graduale venir meno dell'impatto della politica monetaria restrittiva della BCE e delle condizioni sfavorevoli dell'offerta di credito dovrebbe sostenere la ripresa nel medio termine.

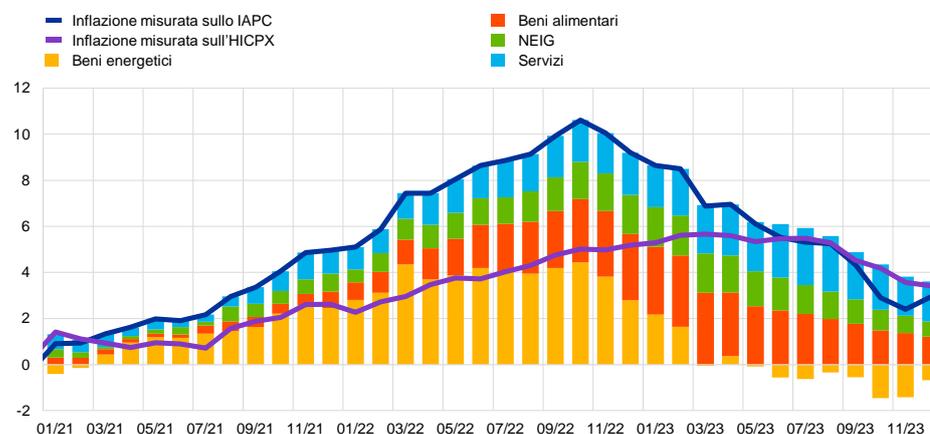
A dicembre 2023 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro è salita al 2,9 per cento, rispetto al 2,4 di novembre, a causa degli effetti base connessi ai beni energetici, sebbene l'aumento sia stato più debole del previsto<sup>5</sup>. Allo stesso tempo, è proseguita la tendenza al ribasso dell'inflazione di fondo. L'inflazione al netto delle componenti energetica e alimentare è scesa ancora, dal 3,6 per cento di novembre al 3,4 di dicembre, per effetto del calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici. Quasi tutte le misure dell'inflazione di fondo sono diminuite ulteriormente a dicembre. L'elevato tasso di incremento delle retribuzioni e il calo della produttività del lavoro mantengono alte le pressioni interne sui prezzi, sebbene anche queste ultime abbiano iniziato ad allentarsi. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano intorno al 2 per cento, mentre quelle delle aspettative a più breve termine hanno mostrato un marcato calo.

**L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è salita al 2,9 per cento a dicembre rispetto al 2,4 di novembre, dopo essere scesa notevolmente nel corso dell'anno (cfr. il grafico 9).** L'aumento è stato determinato da un tasso di variazione dei beni energetici meno negativo, dovuto principalmente agli effetti base. Nel contempo l'inflazione dei beni alimentari e quella misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari sono diminuite ulteriormente.

### Grafico 9

#### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici (non-energy industrial goods). Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

**Come atteso, l'inflazione dei beni energetici ha registrato un aumento a dicembre, ma la variazione al -6,7 per cento, a fronte del -11,5 a novembre, è stata inferiore al previsto.** La determinante principale del tasso di variazione annuo meno negativo è stata un forte effetto base. Ciò è riconducibile sia alle misure

<sup>5</sup> La stima preliminare dell'Eurostat per gennaio 2024, pubblicata dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo numero del Bollettino economico (24 gennaio), ha registrato una riduzione dell'inflazione complessiva dal 2,9 al 2,8 per cento.

una tantum volte a mitigare il prezzo del gas in Germania sia al calo sostanziale dei prezzi dei carburanti a dicembre 2022.

**L'inflazione dei beni alimentari ha continuato a scendere, collocandosi al 6,1 per cento a dicembre dal 6,9 di novembre, pur rimanendo elevata (cfr. il grafico 10).** Il calo è riconducibile a una flessione nella dinamica dei prezzi dei beni alimentari trasformati (5,9 per cento sui dodici mesi, a fronte del 7,1 di novembre). Ciò ha rispecchiato il calo dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime alimentari, misurati, ad esempio, sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro. L'aumento dell'inflazione dei beni alimentari freschi al 6,8 per cento in dicembre, in ripresa dal 6,3 di novembre, riflette un effetto base derivante dagli andamenti dell'anno precedente piuttosto che la dinamica dei prezzi più recente.

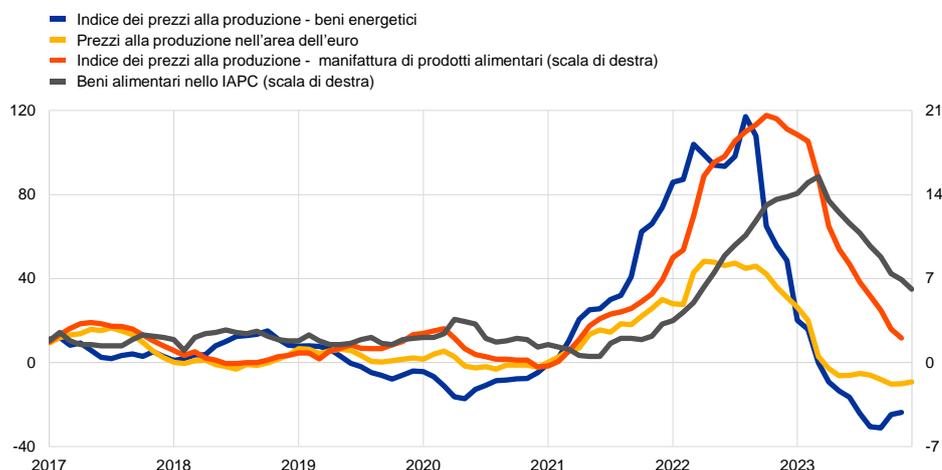
**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è scesa ulteriormente dal 3,6 per cento di novembre al 3,4 a dicembre.**

In termini di componenti, l'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) è diminuita dal 2,9 al 2,5 per cento, di riflesso al graduale venir meno dell'impatto degli shock passati. A dicembre l'inflazione dei servizi è rimasta invariata al 4,0 per cento. La persistenza relativamente maggiore della dinamica dei prezzi in questo settore è in linea con la forte crescita salariale e con il ruolo più rilevante che il costo del lavoro riveste nella produzione dei servizi.

### Grafico 10

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023 per gli indici dei prezzi alla produzione e a dicembre 2023 relativamente ai prezzi alla produzione nell'area dell'euro e all'inflazione dei beni alimentari misurata sullo IAPC.

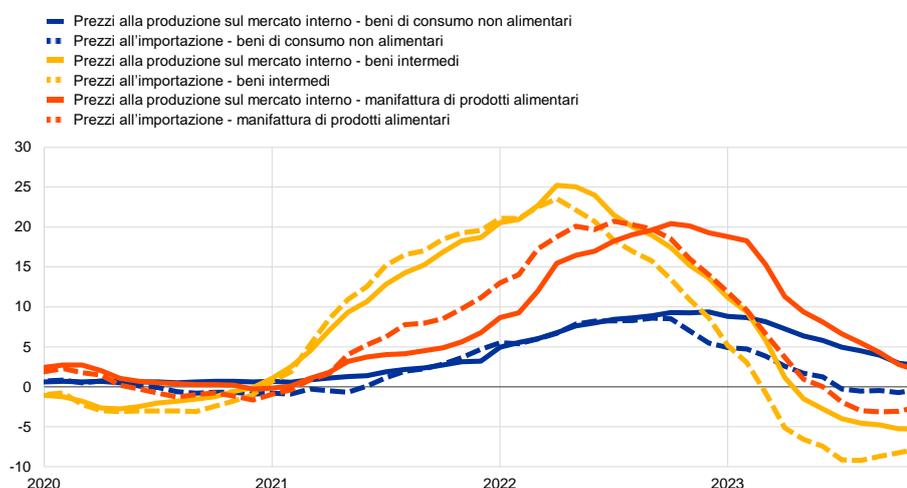
**Le pressioni sui prezzi alla produzione e all'importazione sono rimaste negative per tutte le principali categorie industriali (cfr. il grafico 11).**

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno è rimasta negativa e stabile (-5,3 per cento in novembre e in ottobre). Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi è rimasto significativamente negativo, sebbene in misura lievemente inferiore rispetto al mese precedente (-7,8 per cento a fronte

del -8,3 di ottobre). Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari hanno continuato a diminuire, portandosi a novembre al 2,7 per cento rispetto al 3,0 di ottobre, raggiungendo il livello più basso da settembre 2021. La crescita dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è scesa dal -0,4 al -0,6 per cento. La stessa tendenza al rallentamento vale per i prezzi alla produzione e all'importazione nel segmento dei beni di consumo manufatti, a conferma del diffuso graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni di consumo.

### Grafico 11 Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



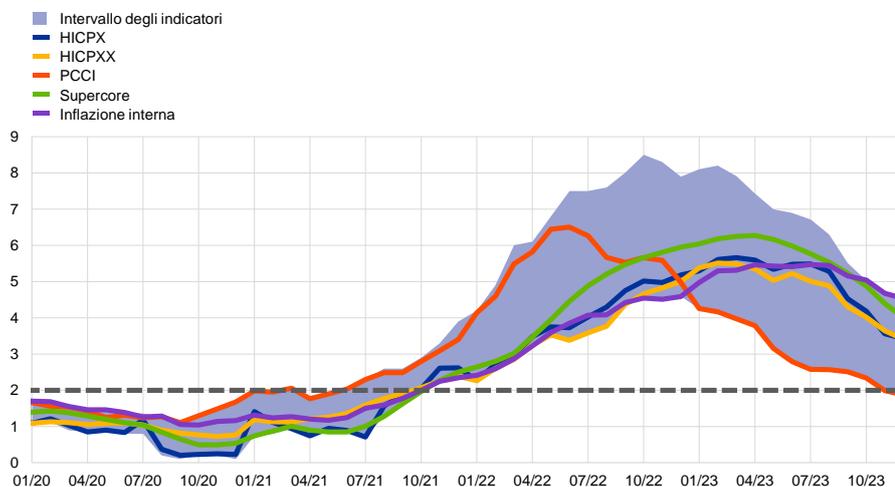
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023.

**Le misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro hanno continuato a diminuire con il venir meno dell'impatto degli shock passati e la riduzione della domanda nel contesto di una politica monetaria più restrittiva (cfr. il grafico 12).** L'intervallo di variazione è in calo e si è ridotto a partire da luglio 2023, ma rimane relativamente ampio, giacché l'impatto degli shock passati non è ancora pienamente venuto meno per la maggior parte delle misure. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è rimasta nella parte inferiore dell'intervallo, scendendo ulteriormente all'1,9 per cento in dicembre. L'inflazione misurata sull'HICPXX (HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature) è diminuita allo stesso tasso di quella misurata sull'HICPX, collocandosi al 3,4 per cento a dicembre rispetto al 3,6 di novembre. L'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, ha continuato a diminuire, dal 4,4 per cento di novembre al 4,0 di dicembre, pur rimanendo relativamente elevato. Anche l'inflazione interna (comprese le voci a basso contenuto di importazioni) è in calo, da livelli più elevati rispetto ad altre misure. A dicembre è scesa al 4,5 per cento, a fronte del 4,7 di novembre. Il livello più elevato e l'allentamento più graduale di questo indicatore riflettono principalmente l'ampia quota di voci relative ai servizi che lo compongono, in particolare quelle sensibili alle pressioni salariali.

## Grafico 12

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto di beni energetici e alimentari non trasformati, l'HICPX, l'HICPXX, l'inflazione interna, le medie troncate del 10 e del 30 per cento, il PCCI, l'indicatore Supercore e una mediana ponderata. La linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento nel medio periodo. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

**Di recente, le misure della crescita salariale hanno mostrato piccole variazioni, su livelli elevati.** Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al terzo trimestre del 2023 e mostrano un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali pari al 4,7 per cento, rispetto al 4,4 del secondo trimestre dello stesso anno. Gli indici prospettici delle retribuzioni segnalano il protrarsi di forti pressioni salariali, sia pure con alcuni timidi segnali di raffreddamento entro la fine del 2023. Nel terzo trimestre del 2023 la crescita dei salari effettivi, misurata dal reddito per occupato e dalla retribuzione oraria, è scesa rispettivamente al 5,3 e 5,2 per cento, dal 5,5 e 5,3 per cento nel secondo trimestre. Nel frattempo il costo del lavoro ha fornito il maggiore contributo alle pressioni interne sui prezzi, misurate dal tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL, mentre il contributo dei profitti per unità di prodotto ha segnato un indebolimento nel terzo trimestre del 2023, rispetto al massimo storico registrato nella prima metà dell'anno.

**Gran parte degli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro basati sulle indagini, nonché delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati, corrette per i premi al rischio, si collocano intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 13).** L'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) nel primo trimestre del 2024 prevede aspettative medie di inflazione a più lungo termine (per il 2028) pari al 2,0 per cento, riviste al ribasso rispetto al 2,1 rilevato nel quarto trimestre del 2023. Anche l'indagine di Consensus Economics di gennaio 2024 ha evidenziato aspettative di inflazione a più lungo termine pari al 2,0 per cento. Le aspettative medie a più lungo termine sono rimaste invariate al 2,0 per cento secondo l'indagine degli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) condotta dalla BCE a gennaio 2024. Nell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) relativa a dicembre 2023 le aspettative medie per l'anno

successivo sono diminuite dal 3,2 per cento di novembre al 3,1 di dicembre, mentre quelle per i tre anni successivi sono aumentate dal 2,2 al 2,4 per cento<sup>6</sup>. Con riferimento alle percezioni riguardo all'inflazione passata, esse non hanno seguito il calo dell'inflazione misurata sullo IAPC nel periodo tra giugno e ottobre 2023. Tuttavia, tali percezioni hanno registrato un notevole allentamento a partire da ottobre 2023, con un calo della mediana dall'8,0 per cento di settembre al 6,2 di dicembre. Le misure della compensazione dell'inflazione nell'area dell'euro ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono rimaste sostanzialmente invariate tra la metà di dicembre 2023 e il 24 gennaio 2024, facendo seguito a un calo robusto registrato nei mesi precedenti. Alla fine di gennaio, nel segmento a breve termine della curva dei rendimenti, il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione (SII) su un orizzonte annuale si collocava intorno al 2,1 per cento, in calo di 9 punti base rispetto ai livelli osservati a metà dicembre. Nel contempo il tasso SII a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 2,3 per cento. Va tuttavia osservato che queste misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati non costituiscono una misura diretta delle aspettative di inflazione effettive degli operatori di mercato, giacché esse incorporano i premi per il rischio di inflazione.

---

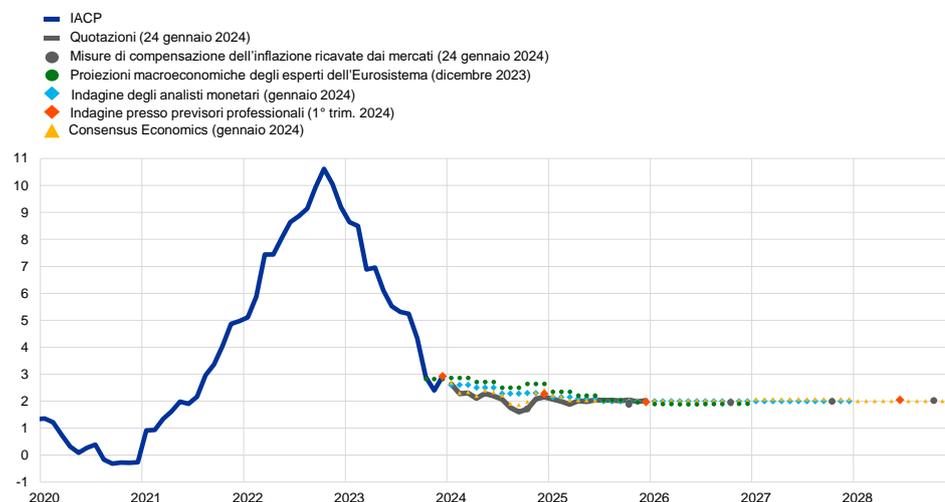
<sup>6</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB Consumer Expectations Survey results – December 2023](#) del 6 febbraio 2024.

### Grafico 13

#### Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

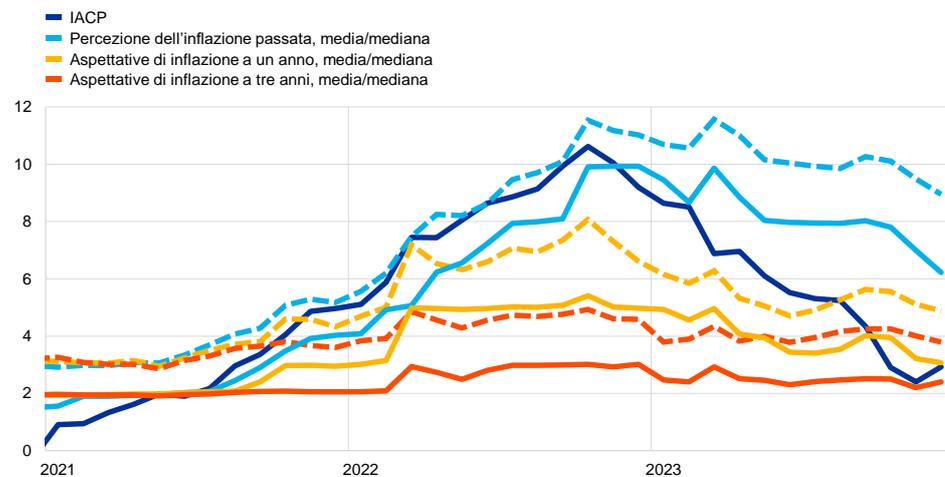
##### a) Inflazione complessiva, indicatori delle aspettative di inflazione basati sulle indagini, proiezioni sull'inflazione e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte annuale, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Le rilevazioni degli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati si riferiscono al 24 gennaio 2024. Le quotazioni dell'inflazione sono contratti swap collegati a pubblicazioni mensili specifiche dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IACP nell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco. L'indagine SPF relativa al primo trimestre del 2024 è stata condotta tra il 5 e il 10 gennaio 2024. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a gennaio 2024. Per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. I dati inclusi nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 23 novembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

*Nel periodo in esame (dal 14 dicembre 2023 al 24 gennaio 2024), gli andamenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno rispecchiato l'evoluzione delle aspettative sui tassi di riferimento, giacché i mercati hanno continuato a concentrarsi sull'andamento della disinflazione e sugli aggiustamenti attesi della politica monetaria. A seguito della decisione, ampiamente attesa, del Consiglio direttivo di dicembre scorso di lasciare invariati i tassi di riferimento della BCE, il segmento a breve della curva dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro ha subito variazioni solo marginali nel periodo in esame, riflettendo la stabilità delle aspettative secondo cui nella riunione di gennaio non sarebbe stata decisa alcuna variazione dei tassi di riferimento della BCE. Per contro, le aspettative su tali tassi sugli orizzonti più lunghi hanno evidenziato oscillazioni più pronunciate, concludendo tuttavia il periodo in esame in prossimità dei livelli di metà dicembre. I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro hanno seguito andamenti in linea con i tassi privi di rischio, che sono aumentati lievemente. Inoltre, l'annuncio diffuso in occasione della riunione di dicembre di una graduale riduzione entro la metà del 2024 dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP) non ha avuto alcun impatto visibile sui rendimenti dei titoli di Stato. I corsi azionari sono rimasti entro un intervallo ristretto in quanto il calo delle aspettative sugli utili è stato controbilanciato da una riduzione del premio per il rischio azionario. I mercati delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, con un lieve calo nel segmento a elevato rendimento. Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato lievemente su base ponderata per l'interscambio.*

**I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno concluso il periodo in esame sostanzialmente in linea con i livelli prevalenti al momento della riunione del Consiglio direttivo di dicembre.** Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine per l'area dell'euro (euro short-term rate, €STR) è stato pari, in media, al 3,90 per cento. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 63 miliardi di euro, collocandosi a 3.521 miliardi di euro. Dopo la decisione, ampiamente attesa, adottata a dicembre dal Consiglio direttivo, di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE, la curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sul tasso di riferimento €STR, è rimasta stabile per le scadenze a breve termine. Tuttavia, nel periodo in esame, i tassi a termine sulle scadenze di breve periodo per gli orizzonti successivi alla riunione del Consiglio direttivo di gennaio 2024 sono stati soggetti a una più accentuata volatilità, giacché i mercati hanno continuato a concentrarsi sull'andamento della disinflazione e sugli aggiustamenti attesi della politica monetaria. Nel complesso, è diminuita la probabilità, stimata dai mercati, di una prima riduzione dei tassi a marzo e aprile 2024. Alla fine del periodo in esame, i mercati avevano pienamente incorporato nei prezzi una riduzione dei tassi di 25 punti base a giugno e ribassi cumulati di 133 punti base entro la fine del 2024. Nel periodo in esame i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono lievemente aumentati, dopo essere diminuiti nei giorni successivi alla riunione del Consiglio direttivo di dicembre, per poi tornare ai livelli precedenti nelle prime settimane del 2024. Il tasso nominale privo di rischio a dieci anni dell'area dell'euro, ad esempio, è sceso al 2,2 per cento

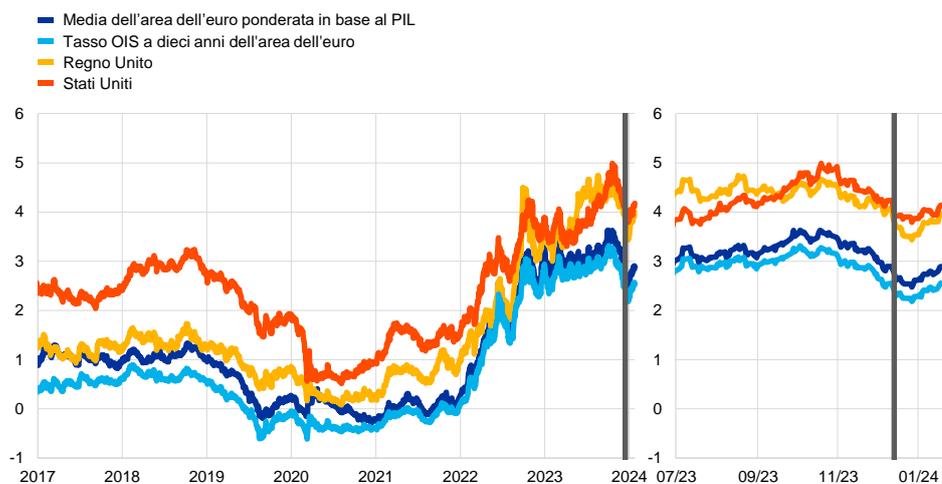
alla fine di dicembre, prima di risalire a circa il 2,5 per cento e concludere il periodo in esame con un aumento complessivo di 16 punti base.

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno mostrato andamenti sostanzialmente analoghi a quelli dei tassi privi di rischio, in un contesto in cui i differenziali sui titoli di Stato si sono mantenuti nel complesso stabili (cfr. il grafico 14).** Il 24 gennaio il rendimento medio ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro si è attestato intorno al 2,9 per cento, circa 19 punti base al di sopra del livello registrato all'inizio del periodo in esame. Durante tale periodo le variazioni dei differenziali sui titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro sono state molto contenute e l'annuncio nella riunione di dicembre 2023 dell'inizio della graduale riduzione dei reinvestimenti nell'ambito del PEPP entro la metà del 2024 non sembra aver sortito effetti di rilievo. L'incremento dei tassi a lungo termine nell'area dell'euro ha evidenziato dinamiche analoghe a quelle osservate a livello mondiale: il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è salito di 26 punti base, raggiungendo il 4,2 per cento, mentre quello dei titoli di Stato del Regno Unito è aumentato di 23 punti base, portandosi al 4,0 per cento.

#### Grafico 14

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: indagine LSEG ed elaborazioni della BCE.

Nota: le linee verticali grigie indicano l'inizio del periodo in esame (14 dicembre 2023). Le osservazioni più recenti si riferiscono al 24 gennaio 2024.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in esame, con una riduzione nel segmento ad alto rendimento.** I differenziali relativi alle imprese di qualità elevata (investment grade) hanno concluso il periodo in esame sostanzialmente invariati, mentre i differenziali del segmento ad alto rendimento sono stati più volatili, segnando una riduzione di 34 punti base.

**I corsi azionari dell'area dell'euro sono rimasti entro un intervallo ristretto in quanto il calo delle aspettative sugli utili è stato compensato da una riduzione del premio per il rischio azionario.** Nell'area dell'euro gli indici azionari generali sono rimasti in larga misura invariati nel periodo in esame, a fronte di aspettative

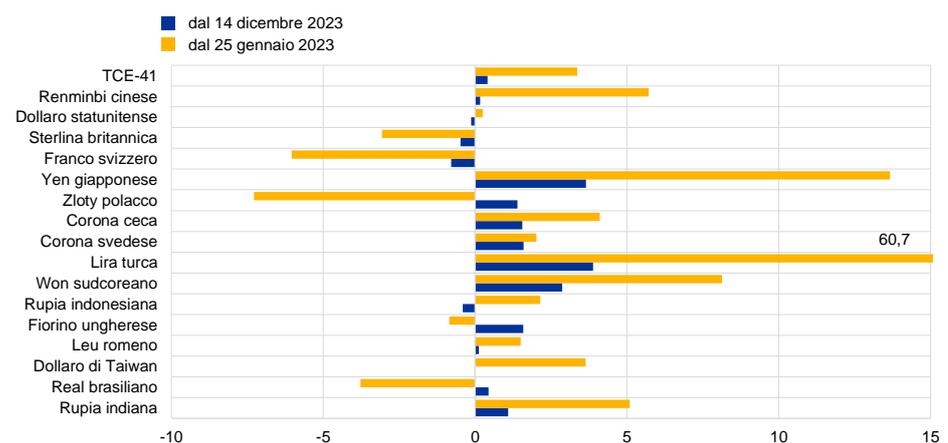
sugli utili in calo, mentre negli Stati Uniti sono aumentati del 2,7 per cento. Le perdite sui corsi azionari dell'area dell'euro si sono concentrate nel settore non finanziario, con risultati peggiori nei settori sensibili ai tassi di interesse, come quello tecnologico e immobiliare, mentre il settore finanziario ha continuato a registrare risultati migliori rispetto all'indice generale. Nel complesso, i corsi azionari delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono diminuiti dello 0,9 per cento circa, mentre quelli delle banche e delle altre società finanziarie dell'area sono aumentati rispettivamente del 2,4 e del 3,1 per cento. Negli Stati Uniti i corsi azionari sono aumentati del 3,1 per cento per le società non finanziarie, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati per le banche.

**Sui mercati dei cambi, l'euro si è apprezzato lievemente su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 15).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è apprezzato dello 0,4 per cento. Gli sviluppi attesi della politica monetaria si sono confermati una determinante fondamentale delle oscillazioni dei tassi di cambio e hanno generato una lieve volatilità. Nel contempo, l'euro si è mantenuto piuttosto stabile rispetto al dollaro statunitense, deprezzandosi solo dello 0,1 per cento, in ragione di aspettative di un calo dei tassi statunitensi che, dopo la riunione di dicembre 2023 del Federal Open Market Committee, dall'inizio dell'anno si sono parzialmente ridimensionate. Per quanto riguarda gli andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle altre principali valute, l'euro si è apprezzato nei confronti della lira turca (del 3,9 per cento) e dello yen giapponese (del 3,7 per cento), mentre si è deprezzato rispetto al franco svizzero (dello 0,8 per cento) e alla sterlina britannica (dello 0,5 per cento).

### Grafico 15

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 24 gennaio 2024.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*A novembre 2023 i costi compositi della provvista bancaria e i tassi sui prestiti bancari alle imprese sono lievemente diminuiti, mentre i tassi sui mutui ipotecari sono ulteriormente aumentati. Dopo un significativo calo a novembre, dal 14 dicembre 2023 al 24 gennaio 2024 il costo del debito emesso sul mercato per le società non finanziarie (SNF) è aumentato, mentre il costo del capitale di rischio ha continuato a diminuire. La più recente indagine sul credito bancario nell'area dell'euro indica che vi è stato un ulteriore ma moderato inasprimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese, con un maggiore irrigidimento atteso per il primo trimestre del 2024. La domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie ha continuato a diminuire in modo rilevante, sebbene in misura meno accentuata rispetto al trimestre precedente. Nella seconda metà del 2023, le condizioni del credito bancario alle imprese si sono inasprite in misura maggiore nei settori immobiliare e delle costruzioni rispetto agli altri settori. A novembre si è protratta la debolezza del credito bancario alle imprese e alle famiglie, riflettendo la forte trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria ai tassi sui prestiti, unitamente alla minore domanda di erogazioni e all'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito. La crescita della moneta ha continuato a contrarsi, a 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 novembre 2023 i costi della provvista bancaria nell'area dell'euro sono lievemente diminuiti, per effetto del calo dei rendimenti delle obbligazioni bancarie.**

A novembre il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro si è collocato lievemente al di sotto del mese precedente, in presenza di una notevole eterogeneità tra paesi (cfr. il pannello a) del grafico 16). Il considerevole calo dei rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 16) ha rispecchiato la trasmissione di analoghe riduzioni dei tassi privi di rischio. Nel contempo, i tassi sui depositi hanno continuato ad aumentare, con alcune variazioni tra strumenti e settori. I tassi offerti alle imprese sui depositi a termine sono stati prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale e sono rimasti superiori a quelli offerti alle famiglie. Inoltre la composizione della provvista bancaria ha continuato a orientarsi verso fonti più costose, quali le obbligazioni bancarie e i depositi a termine, dal momento che il crescente costo opportunità di detenere depositi a vista ha indotto i depositanti a sostituire ingenti volumi con depositi a termine e altri strumenti con una remunerazione più elevata.

### **La contrazione del bilancio dell'Eurosistema in atto ha contribuito a ridurre la liquidità in eccesso, ma la liquidità a livello di sistema si mantiene abbondante.**

Sebbene non vi siano stati rimborsi delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) nel periodo in esame, la cessazione, a luglio, dei reinvestimenti da parte dell'Eurosistema del capitale rimborsato sui titoli in scadenza ha continuato a drenare automaticamente liquidità dal sistema finanziario. Per compensare la minore liquidità offerta dalla BCE, le banche hanno aumentato le emissioni di titoli di debito e di strumenti del mercato monetario. L'emissione di obbligazioni bancarie, più onerosa per gli intermediari rispetto ai depositi,

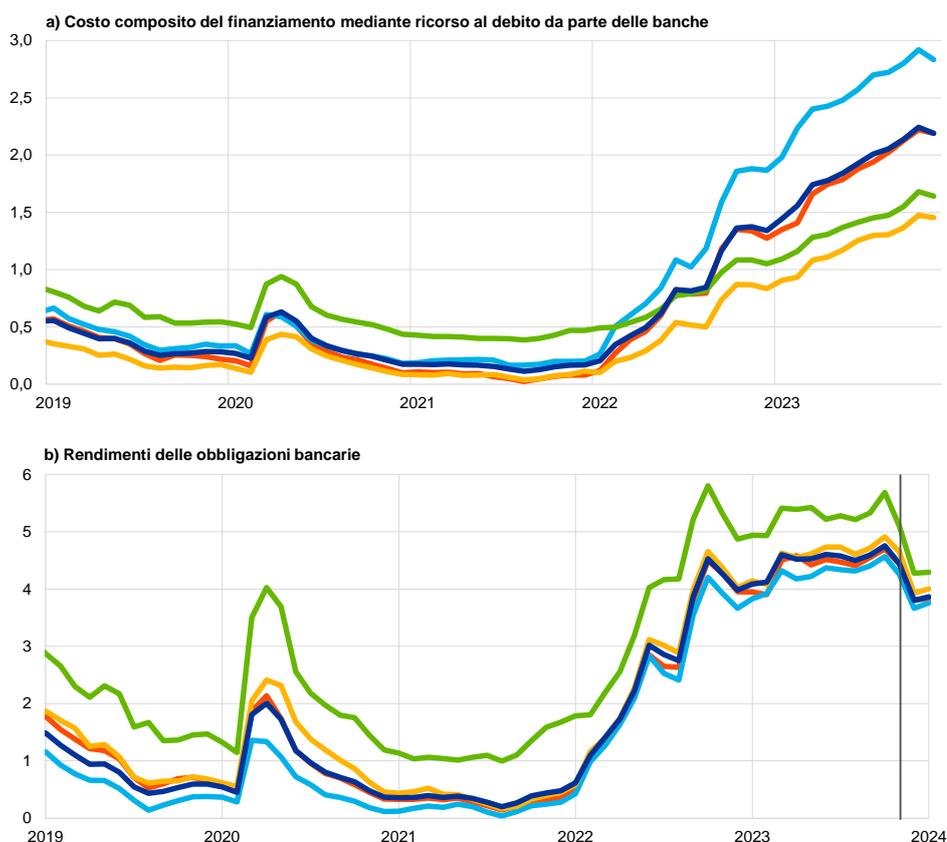
è aumentata in termini di volume a partire da settembre 2022, in un contesto caratterizzato dalla contrazione del bilancio dell'Eurosistema e dal calo dei depositi a vista.

## Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi sui nuovi depositi a vista, sui depositi con scadenza prestabilita e sui depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. La linea verticale grigia nel pannello b) indica il 30 novembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 24 gennaio 2023 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**A novembre 2023 i tassi sui prestiti alle imprese sono lievemente diminuiti per la prima volta da luglio 2022, mentre quelli sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente aumentati.** Sebbene i tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie abbiano reagito in modo deciso all'aumento dei tassi di riferimento dall'inizio del ciclo restrittivo, la risposta ai recenti cali dei tassi di mercato è stata, finora, relativamente modesta. 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 17).

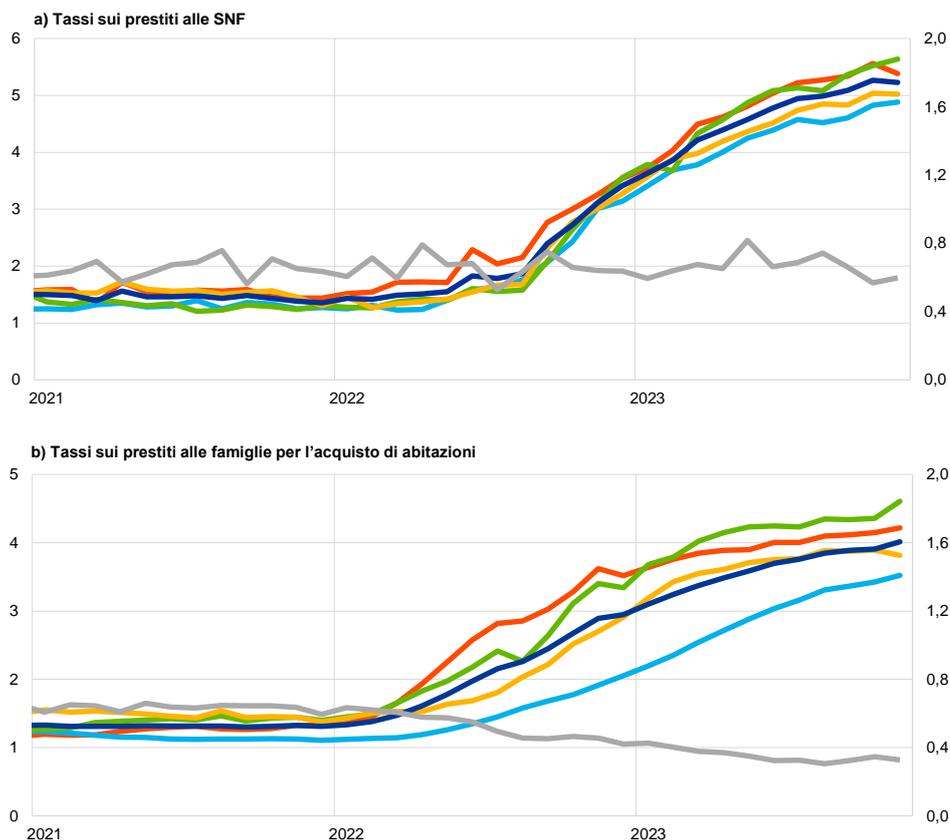
Da maggio 2022, ovvero prima che la BCE segnalasse il primo aumento dei tassi dell'attuale ciclo restrittivo, i tassi sui prestiti alle imprese e sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono aumentati rispettivamente di 368 e 223 punti base. A novembre 2023 i tassi sui prestiti alle imprese sono scesi al 5,23 per cento, rispetto al 5,27 di ottobre. Il lieve calo potrebbe essere una prima indicazione del fatto che i tassi sui prestiti alle imprese si sono lasciati indietro il loro picco, dopo l'inizio della flessione dei tassi privi di rischio nell'autunno del 2023. Tale diminuzione è stata determinata principalmente dai prestiti di importo elevato, con una significativa eterogeneità tra paesi. I tassi bancari sulle nuove erogazioni alle famiglie con finalità di consumo sono diminuiti dal 7,90 per cento di ottobre al 7,85 di novembre. Anche i tassi sui nuovi prestiti compresi nella categoria "altri prestiti alle famiglie", che include le imprese individuali, sono lievemente diminuiti, passando al 5,55 per cento a novembre dal 5,58 di ottobre. Al tempo stesso, i tassi sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni hanno continuato ad aumentare, raggiungendo il 4,01 per cento a novembre dal 3,91 di ottobre. Tale incremento ha interessato tutti i paesi dell'area dell'euro e i periodi di determinazione del tasso di interesse ed è riconducibile ai margini sui prestiti più rischiosi e ad altri fattori, nonostante le consistenti flessioni dei tassi di mercato per le scadenze a medio e più lungo termine. Secondo i risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE e riferita a novembre 2023, i consumatori si attendono che nei prossimi dodici mesi i tassi sui mutui ipotecari diminuiscano rispetto ai livelli attuali. Un'ampia, ancorché in calo, 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 tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta su livelli contenuti (cfr. il grafico 17), suggerendo un'ordinata trasmissione della politica monetaria nei paesi dell'area dell'euro.

## Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della 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 novembre 2023.

**Dopo un calo significativo a novembre, i dati giornalieri relativi al periodo di riferimento (dal 14 dicembre 2023 al 24 gennaio 2024) mostrano che il costo per le SNF del finanziamento tramite emissione di debito sul mercato è aumentato, mentre il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è lievemente diminuito.** A novembre il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, è significativamente sceso dal massimo pluriennale raggiunto a ottobre e si è collocato al 6,07 per cento, un livello inferiore di quasi 50 punti base rispetto al mese precedente (cfr. il grafico 18)<sup>7</sup>. A novembre il calo del costo del finanziamento è stato riconducibile a tutte le componenti, ma principalmente al costo del debito sul mercato e al costo del capitale di rischio. In base ai dati giornalieri, il costo del debito sul mercato è aumentato tra il 14 dicembre 2023 e il 24 gennaio

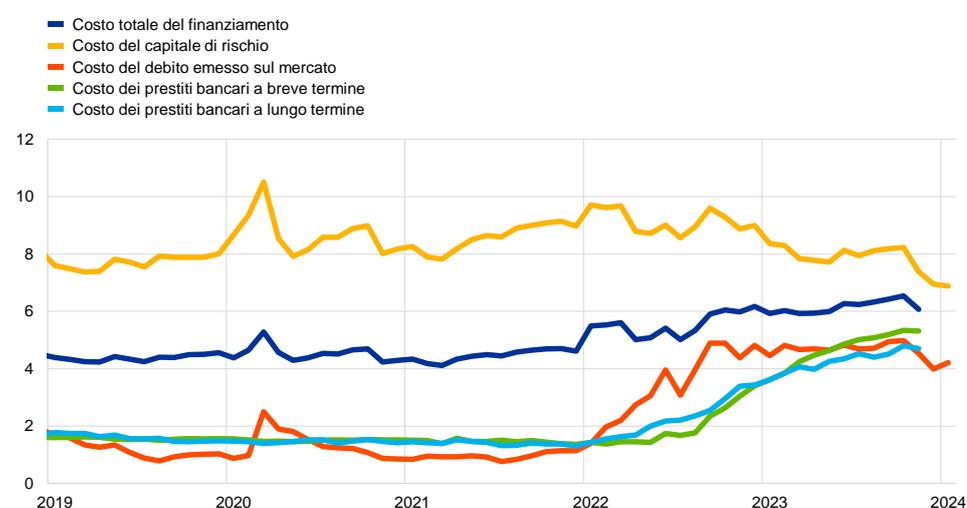
<sup>7</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a novembre 2023.

2024, a causa di un incremento del tasso privo di rischio, mentre i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF sono rimasti stabili o sono persino diminuiti, rispettivamente, nei segmenti investment grade e ad alto rendimento. Un calo significativo del premio per il rischio azionario ha più che compensato il più elevato tasso privo di rischio (approssimato dal tasso overnight index swap a dieci anni), determinando così una contrazione del costo del capitale di rischio (cfr. la sezione 4).

### Grafico 18

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari (dati medi mensili), di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 24 gennaio 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo totale del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a novembre 2023 (dati mensili).

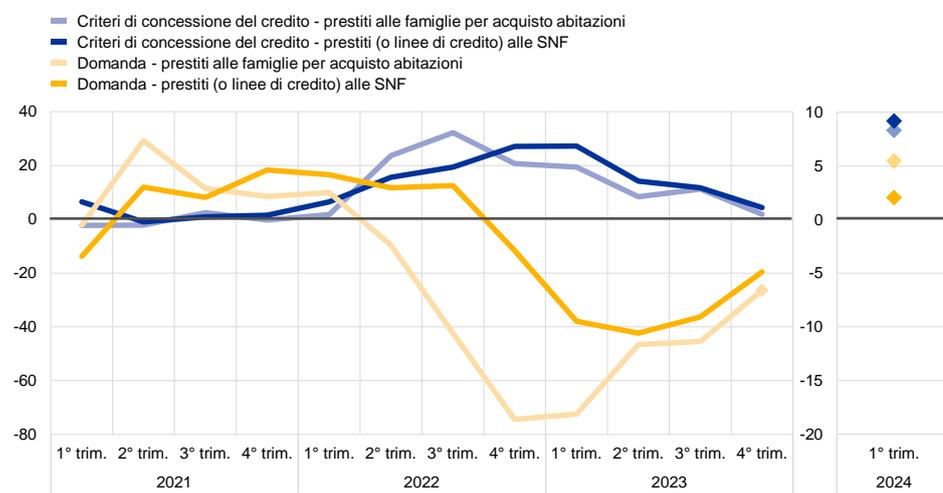
#### In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2024 i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese hanno registrato un ulteriore moderato irrigidimento nel quarto trimestre del 2023 (cfr. il grafico 19).

Questo si aggiunge al sostanziale inasprimento cumulato a partire dal 2022, che ha contribuito, insieme alla debolezza della domanda, al forte calo nella crescita dei prestiti alle imprese. I rischi connessi alle prospettive economiche e alla situazione finanziaria delle imprese hanno continuato a esercitare un impatto restrittivo mentre, nel quarto trimestre del 2023, l'impatto dei costi di provvista e delle situazioni di bilancio, della concorrenza e della tolleranza al rischio delle banche è stato sostanzialmente neutro a livello dell'area dell'euro. L'effetto del precedente inasprimento continuerà a frenare la crescita dei prestiti nei prossimi trimestri. Considerando le proprietà di indicatore anticipatore dei criteri di concessione del credito, da cinque a sei trimestri in avanti rispetto all'effettivo andamento della crescita dei prestiti, ci si può attendere che la debole dinamica delle erogazioni alle imprese continui nel 2024. Le banche dell'area dell'euro si attendono un maggiore inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese nel primo trimestre del 2024.

## Grafico 19

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

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



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

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

**Nel quarto trimestre del 2023 le banche hanno segnalato un ulteriore irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle famiglie, contenuto per i mutui per l'acquisto di abitazioni e più pronunciato per il credito al consumo.** I rischi percepiti sono stati una determinante fondamentale dell'inasprimento di tali criteri per entrambe le categorie, in un contesto in cui la minore tolleranza al rischio delle banche ha determinato anche l'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo. Mentre il lieve inasprimento nel segmento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è riconducibile ai paesi più piccoli dell'area dell'euro, i criteri per la concessione di credito al consumo si sono irrigiditi nelle quattro maggiori economie dell'area. Per entrambe le categorie di prestiti, l'inasprimento netto è stato inferiore rispetto al terzo trimestre, in linea con le aspettative delle banche. Per il primo trimestre del 2024 le aspettative delle banche dell'area dell'euro indicano un aumento dell'inasprimento netto dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre per il credito al consumo segnalano un irrigidimento netto analogo a quello segnalato per l'ultimo trimestre del 2023.

**La domanda di prestiti da parte di imprese e famiglie ha continuato a diminuire in modo significativo nel quarto trimestre del 2023, sebbene in misura meno accentuata rispetto al trimestre precedente.** Il calo della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato principalmente determinato dall'aumento dei tassi di interesse e dai minori investimenti fissi, in linea con la forte diminuzione netta della domanda di prestiti a lungo termine. Per i mutui per l'acquisto di abitazioni e per il credito al consumo, la flessione è riconducibile a tassi di interesse più elevati e a un

basso livello di fiducia dei consumatori; anche le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno esercitato significative pressioni al ribasso sulla domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Le banche hanno inoltre segnalato un ulteriore aumento netto della quota di richieste respinte di prestiti per le imprese e per l'acquisto di abitazioni. Per il primo trimestre del 2024 le banche si attendono un lieve aumento netto della domanda di prestiti da parte delle imprese (per la prima volta dal secondo trimestre del 2022) e un aumento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni (per la prima volta dal primo trimestre del 2022), ma un ulteriore calo della domanda di credito al consumo.

**Le condizioni per la concessione del credito bancario si sono inasprite in misura maggiore nei settori immobiliare e delle costruzioni rispetto ad altri, a giudicare dai risultati delle domande ad hoc relative alla seconda metà del 2023 poste agli intervistati.** Nella seconda metà del 2023, le condizioni di concessione del credito alle imprese hanno continuato a inasprirsi moderatamente nella maggior parte dei settori dell'economia, passando da un irrigidimento netto quasi nullo nei servizi a uno relativamente consistente nei settori degli immobili commerciali, delle costruzioni e degli immobili residenziali. La domanda di prestiti è diminuita in termini netti in tutti i settori economici, soprattutto nel settore immobiliare e nelle costruzioni. Le banche hanno inoltre segnalato che il loro accesso al finanziamento all'ingrosso è lievemente migliorato nel quarto trimestre del 2023, ma le condizioni si sono leggermente inasprite per il finanziamento al dettaglio a breve termine e le cartolarizzazioni. Nel 2023 le misure normative e di supervisione hanno contribuito all'aumento del capitale delle banche, nonché delle loro attività liquide e ponderate per il rischio, che a loro volta hanno contribuito all'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito e dei margini creditizi per gran parte delle categorie di prestiti. Nella seconda metà del 2023, la qualità creditizia percepita nei portafogli prestiti delle banche ha avuto un moderato impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese e del credito al consumo, mentre per i mutui per l'acquisto di abitazioni l'impatto è stato neutro. Le banche hanno segnalato che, nella seconda metà del 2023, il calo della liquidità in eccesso detenuta presso l'Eurosistema ha avuto un impatto solo limitato sulle condizioni per la concessione del credito bancario.

**A novembre 2023 si è protratta la debolezza del credito bancario alle imprese e alle famiglie, riflettendo la forte trasmissione dell'inasprimento della politica monetaria ai tassi sui prestiti bancari, unitamente alla minore domanda di erogazioni e all'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito.**

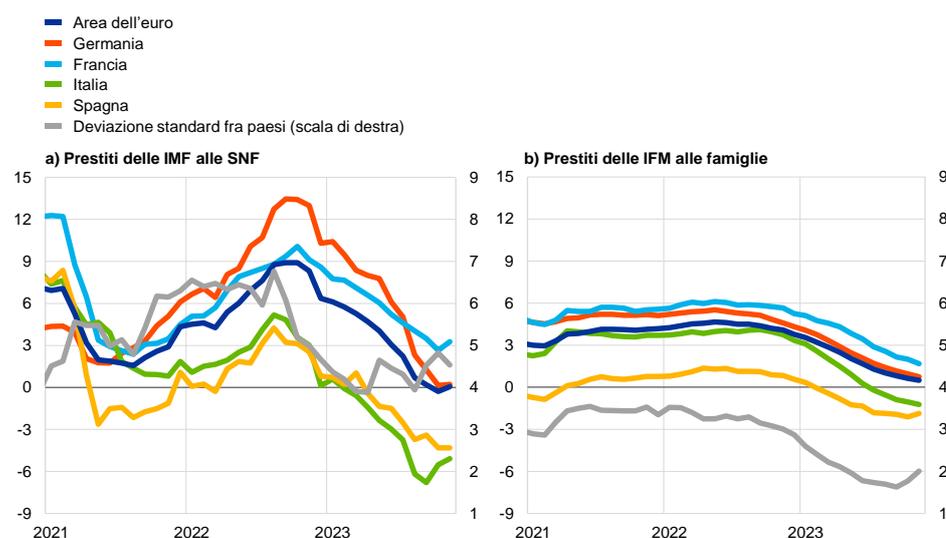
Di riflesso all'ampio flusso mensile, la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha segnato un lieve recupero, collocandosi allo 0,0 per cento a novembre, in rialzo dal -0,3 per cento di ottobre (cfr. il pannello a) del grafico 20), in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi e scadenze. Nel complesso, la stagnazione della domanda di prestiti è riconducibile agli elevati tassi di interesse debitori e alle connesse riduzioni dei piani di spesa. Inoltre, anche l'offerta di prestiti svolge un ruolo, come indicato dal moderato ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito nel quarto trimestre del 2023. A novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è sceso allo 0,5 per cento, dopo lo 0,6 per cento di ottobre (cfr. il pannello b) del grafico 20), in un contesto di prospettive

negative del mercato immobiliare, di un lieve inasprimento dei criteri per la concessione del credito e di un aumento dei tassi sui prestiti. Il calo è riconducibile principalmente ai mutui per l'acquisto di abitazioni e ai prestiti alle imprese individuali (ossia quelle piccole e senza personalità giuridica), mentre i prestiti al consumo hanno mostrato una maggiore capacità di tenuta nonostante l'ulteriore irrigidimento dei criteri per la concessione del credito e un basso livello di fiducia dei consumatori.

## Grafico 20

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle 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 novembre 2023.

### A novembre le famiglie hanno continuato a riallocare i depositi a vista a favore dei depositi a termine, mentre le imprese hanno attenuato tali spostamenti al normalizzarsi dell'allocazione dei loro depositi.

Il tasso di crescita dei depositi a vista sui dodici mesi ha continuato a diminuire a ritmi a doppia cifra, collocandosi al -10,9 per cento a novembre, in rialzo dal -11,5 di ottobre (cfr. il grafico 21). Per quanto riguarda le famiglie, a novembre si è registrato un ulteriore ingente spostamento mensile dai depositi a vista a quelli a termine, mentre le imprese hanno effettuato sostituzioni fra questi due strumenti a un ritmo considerevolmente più lento. La forte preferenza per i depositi a termine si spiega con l'ampliamento del differenziale tra i tassi su tali depositi e quelli sui depositi a vista durante il ciclo restrittivo poiché, come nei precedenti cicli analoghi, 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<sup>8</sup>. Tuttavia, la quota di depositi a vista delle famiglie rispetto al totale dei loro depositi rimane ancora ben al di sopra dei livelli storici, riflettendo l'eredità degli effetti del basso costo opportunità di detenere tali depositi

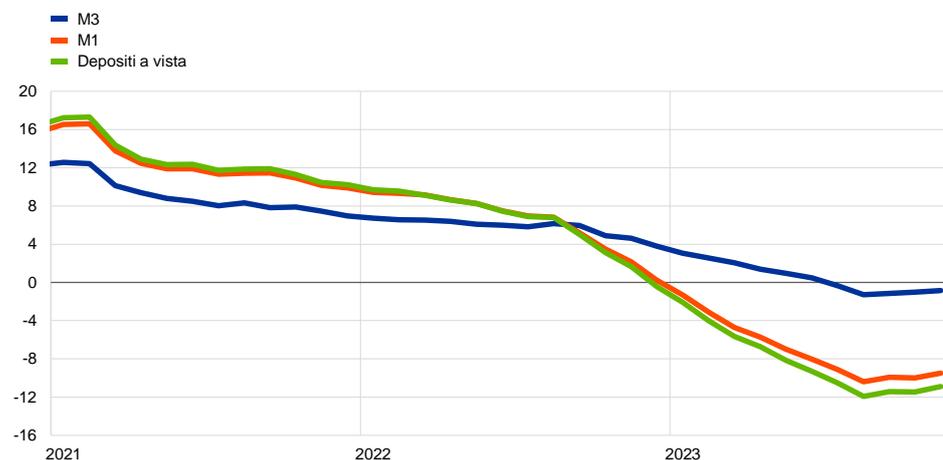
<sup>8</sup> Cfr. anche il riquadro 8 *Dinamica monetaria durante il ciclo restrittivo* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

durante un periodo di bassi tassi di interesse, mentre per le imprese tale quota è ora inferiore.

### Grafico 21

#### M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2023.

**A novembre 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.** A novembre la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro si è stabilizzata su valori storicamente bassi, al -0,9 per cento, in rialzo dal -1,0 per cento di ottobre e dal -1,2 per cento di settembre (cfr. il grafico 21). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1) ha continuato a diminuire a un tasso prossimo alle due cifre, con una debole dinamica monetaria rafforzata da riallocazioni di portafoglio. A novembre si è collocata al -9,5 per cento, in rialzo dal -10,0 di ottobre e dal -10,4 per cento di settembre. Come nei mesi precedenti, a novembre la riduzione del bilancio dell'Eurosistema e le acquisizioni di obbligazioni 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, un crescente avanzo di conto corrente a fronte di importazioni deboli ha determinato un aumento degli afflussi monetari dal resto del mondo.

# Riquadri

## 1 Il commercio mondiale nel contesto post-pandemico

a cura di Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Laura Hespert, Jan Linzenich e Baptiste Meunier

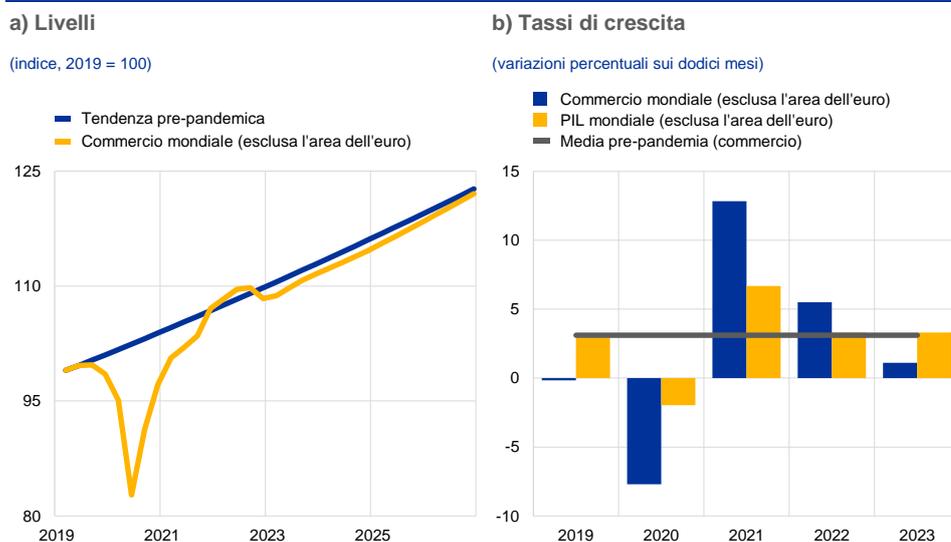
**Nel 2023 le dinamiche del commercio mondiale hanno continuato a essere influenzate dalle conseguenze dello shock pandemico.** Quando l'attività mondiale è crollata all'inizio della pandemia, innescando la più profonda recessione globale (sebbene di breve durata) dalla seconda guerra mondiale in un contesto di sostegno politico su vasta scala, anche il commercio internazionale ha subito un drastico calo. Nei primi due trimestri del 2020 l'interscambio mondiale ha registrato una contrazione del 16 per cento, superando persino lo shock osservato durante la crisi finanziaria mondiale. Nell'2021 e nel 2022 ha segnato una rapida ripresa, con una crescita rispettivamente del 12,8 e del 5,5 per cento e raggiungendo i livelli precedenti la pandemia nel primo trimestre del 2021 (cfr. il pannello a) del grafico A). Tuttavia, nella seconda metà del 2022 la crescita del commercio mondiale ha iniziato a ridursi marcatamente e, dopo essere scesa in territorio negativo nel quarto trimestre, ha iniziato a riprendersi gradualmente solo nel corso del 2023. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, il commercio mondiale potrebbe essere aumentato appena dell'1,1 per cento nel 2023, ben al di sotto della sua crescita media annua nel periodo precedente la pandemia (dal 2012 al 2019) e meno della crescita del PIL mondiale nel 2023 (cfr. il pannello b) del grafico A)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 2 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2023*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 14 dicembre 2023.

## Grafico A

### Commercio mondiale rispetto all'andamento tendenziale



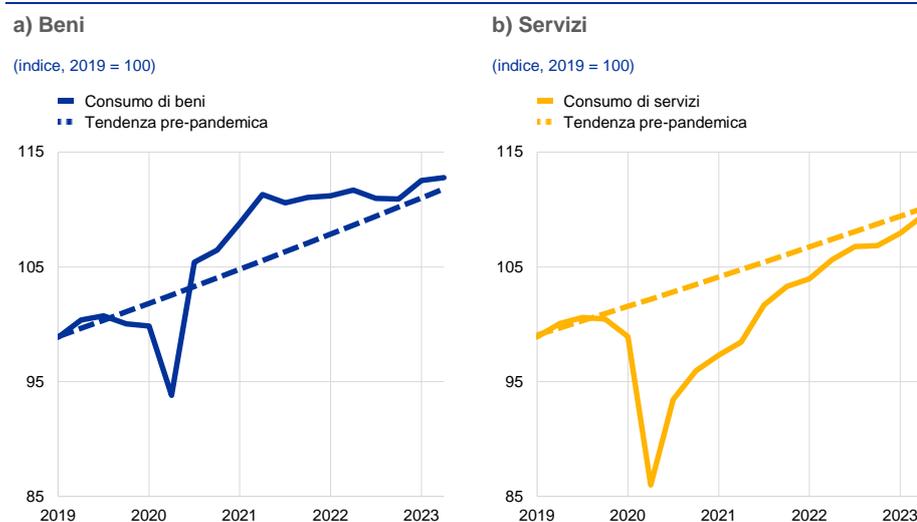
Fonti: Haver Analytics, elaborazioni degli esperti della BCE e proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.

Note: il commercio mondiale si riferisce all'aggregazione delle importazioni in termini reali tra tutti i paesi, esclusa l'area dell'euro. Nel pannello a) la crescita tendenziale si basa sul tasso di crescita medio della componente tendenziale del commercio mondiale dal 2012 al 2019, ottenuto mediante un filtro di Hodrick-Prescott dei valori logaritmici.

**La vigorosa crescita del commercio mondiale nel 2021 e all'inizio del 2022 è stata stimolata da fattori specifici della pandemia.** Il più importante tra questi è stata la ripresa dell'attività economica complessiva dopo lo shock iniziale causato dal COVID-19. A ciò si è aggiunta la rotazione della domanda mondiale dai servizi ai beni. A partire dalla seconda metà del 2020 si è registrata una forte ripresa della domanda di beni in quanto l'andamento dei consumi ha registrato un eccezionale riorientamento, in cui il consumo di servizi basati sui contatti è stato limitato dalle misure di contenimento legate alla pandemia (cfr. il grafico B) in un contesto di sostegno pubblico su vasta scala volto ad attenuare lo shock causato dal COVID-19. Considerata la maggiore intensità degli scambi di beni rispetto ai servizi, tale riorientamento dell'andamento della domanda ha amplificato la forte ripresa del commercio, il quale verso la fine del 2021 ha superato la tendenza pre-pandemica (cfr. il grafico A). Allo stesso tempo, le interruzioni dal lato dell'offerta legate alla pandemia hanno impedito un aumento ancora più marcato del commercio mondiale, innalzando i tempi di consegna a livello globale. Nel 2022 la crescita del commercio è stata temporaneamente sostenuta dall'accumulo di scorte da parte delle imprese in seguito a timori di esaurimento delle stesse. La normalizzazione delle strozzature dal lato dell'offerta e l'indebolimento della domanda mondiale hanno aiutato le imprese a evadere gradualmente gli ordini arretrati (cfr. il grafico C). La ripresa dei viaggi e dei trasporti turistici internazionali ha favorito ulteriormente il commercio mondiale durante tutto l'anno.

## Grafico B

### Consumi mondiali (esclusa l'area dell'euro) rispetto all'andamento tendenziale

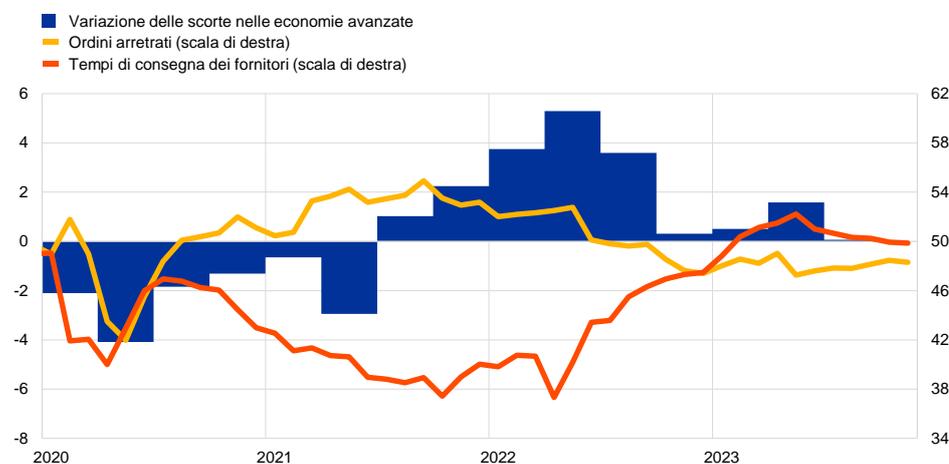


Fonti: dati nazionali, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: i consumi mondiali si riferiscono a un'aggregazione dei consumi privati interni in 16 paesi non appartenenti all'area dell'euro, che rappresentano il 48 per cento del PIL mondiale, ponderati per le quote nazionali dei consumi mondiali (esclusa l'area dell'euro). La crescita tendenziale si basa sul tasso di crescita medio dal 2012 al 2019. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2023.

## Grafico C

### Scorte, ordini arretrati e strozzature

(scala di sinistra: variazioni standardizzate della deviazione dalla media 2012-2019; scala di destra: indice di diffusione)



Fonti: Haver Analytics, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: esclusa l'area dell'euro. Le scorte reali sono calcolate come componente principale delle misure standardizzate dei dati di contabilità nazionale per Australia, Canada, Giappone, Norvegia, Nuova Zelanda, Regno Unito, Stati Uniti e Svezia. È costruito un indice di diffusione per i tempi di consegna dei fornitori e gli ordini arretrati in base alla percentuale di intervistati che hanno segnalato un miglioramento (peggioramento) delle condizioni economiche; un valore superiore (inferiore) a 50 indica che una percentuale più elevata di intervistati ha segnalato un miglioramento (peggioramento). L'ultima osservazione si riferisce a novembre 2023 per i tempi di consegna dei fornitori e gli ordini arretrati, e al terzo trimestre del 2023 per le variazioni delle scorte reali.

**La successiva debolezza del commercio mondiale nel 2023 riflette una composizione dell'attività economica mondiale meno favorevole agli scambi e il venir meno dei suddetti fattori eccezionali.** In primo luogo, la crescita del PIL in termini reali ha subito un rallentamento più marcato nelle economie avanzate (advanced economies, AE), dove la domanda interna è a maggiore intensità di

importazioni, rispetto alle economie emergenti (emerging market economies, EME)<sup>2</sup>. In secondo luogo, mentre i consumi privati hanno registrato una netta ripresa, gli investimenti privati sono rimasti deboli, riflettendo l'effetto congiunto di una politica monetaria più restrittiva, dell'aumento dell'incertezza in un contesto di accresciute tensioni geopolitiche e dell'allentamento delle misure di sostegno pubblico legate alla pandemia. Le stime ricavate da modelli sulla domanda di importazioni indicano che circa la metà del calo del commercio mondiale a partire dal 2022 può essere attribuita all'indebolimento di tali fondamentali, in particolare alla debole dinamica degli investimenti, che sono diventati negativi nell'ultimo trimestre del 2022 (cfr. il grafico D)<sup>3</sup>. Al di là del ruolo dei fondamentali, il modello suggerisce che all'inizio del 2023 erano in gioco altri fattori (che avevano avuto inizio alla fine del 2022), come indicato dagli ampi residui negativi. Questi residui potrebbero essere connessi al venir meno dei fattori specifici della pandemia menzionati in precedenza, tra cui il fatto che la domanda ha iniziato a ruotare dai beni ad alta intensità di scambi verso i servizi a causa del pieno allentamento delle misure di contenimento della pandemia (cfr. il grafico B), gravando ulteriormente sulla dinamica dell'interscambio. Tale riorientamento dell'andamento dei consumi è altresì coerente con la moderazione osservata nell'attività manifatturiera mondiale. Poiché il settore manifatturiero è ad alta intensità di scambi, un brusco rallentamento della produzione manifatturiera è associato a un calo più pronunciato del commercio mondiale rispetto al PIL mondiale<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> L'intensità delle importazioni si riferisce alla quota della domanda finale di un paese, direttamente o indirettamente collegata alle importazioni. In media, l'intensità delle importazioni della domanda interna è pari al 20 per cento circa nelle EME, rispetto al 30 per cento delle AE. Analogamente, l'intensità delle importazioni per i consumi mondiali è di circa il 20 per cento, a fronte del 40 per cento di quella per gli investimenti. Infine, l'intensità delle importazioni è di circa il 45 per cento per il consumo di beni, contro appena il 15 per cento per il consumo di servizi. Le intensità delle importazioni sono calcolate sulla base delle tavole input-output sullo scambio di valore aggiunto (Trade in Value Added, TIVA) dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) per il 2019, seguendo la metodologia descritta in Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, n. 2, 2013, pagg. 118-151.

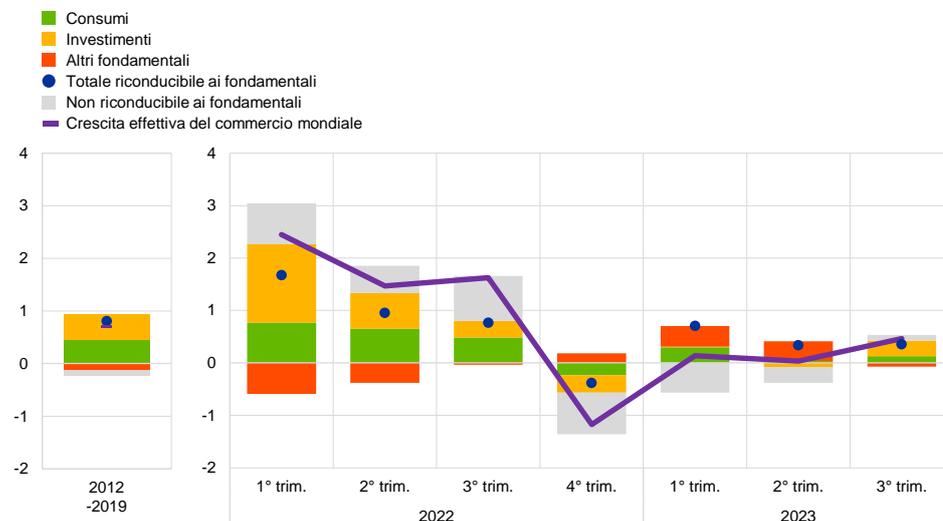
<sup>3</sup> Come mostrato nel grafico D, i contributi sono ricavati da modelli a correzione d'errore per singolo paese che mettono in relazione i volumi delle importazioni con le componenti della domanda interna e i prezzi all'importazione relativi. Le misure della domanda corretta per l'intensità di beni importati (import intensity-adjusted demand, IAD) sono calcolate ponderando le componenti della domanda interna in base alla loro intensità di importazioni. I trend deterministici non lineari sono inclusi nelle relazioni di lungo periodo al fine di cogliere fattori quali i cambiamenti della competitività non di prezzo o le variazioni del grado di apertura commerciale. Gli "Altri fondamentali" comprendono i contributi dei prezzi relativi e dei trend.

<sup>4</sup> I beni manifatturieri rappresentano l'81 per cento delle importazioni mondiali totali di beni e servizi, ma solo il 20 per cento del valore aggiunto mondiale (i servizi rappresentano rispettivamente il 19 e l'80 per cento).

## Grafico D

### Contributi alla crescita del commercio mondiale

(variazioni percentuali trimestrali, punti percentuali)



Fonti: World Input-Output Database (WIOD), Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per commercio mondiale si intende l'aggregazione delle importazioni in termini reali di 17 paesi non appartenenti all'area dell'euro, che rappresentano il 58 per cento delle importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro). In ragione di una limitata disponibilità di dati, la Cina non è inclusa nel campione. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2023.

**Le determinanti di tali andamenti possono essere illustrate da una scomposizione strutturale del commercio mondiale basata su un modello di autoregressione vettoriale bayesiano (cfr. il grafico E)<sup>5</sup>.**

Il crollo iniziale degli scambi commerciali si spiega con un brusco calo della domanda nella prima metà del 2020, seguito da un periodo di vivacità della domanda, in parte frenata dalle strozzature dal lato dell'offerta che si sono concretizzate nel corso del 2021. Agli inizi del 2022, lo shock delle strozzature dal lato dell'offerta è passato da negativo a positivo, in un contesto di graduale normalizzazione delle interruzioni dell'offerta, sostenendo gli scambi anche quando la domanda ha iniziato ad attenuarsi e si è

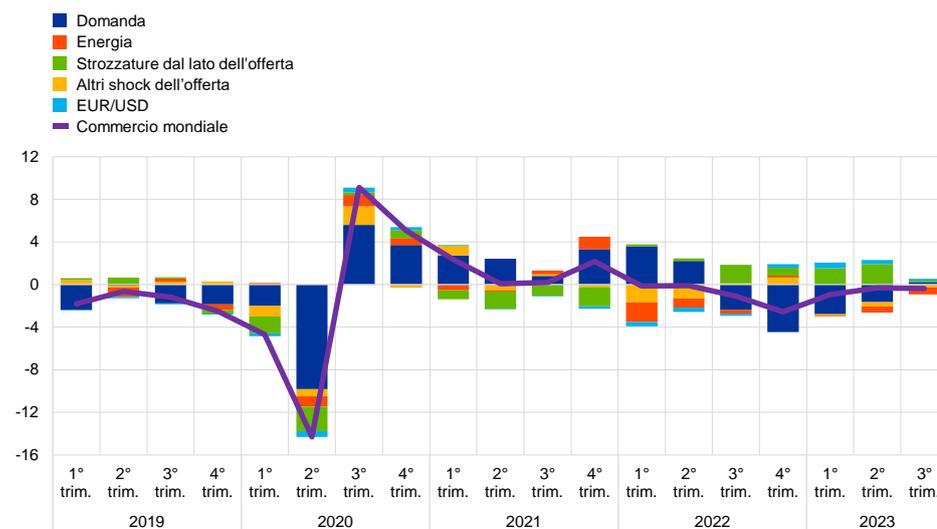
<sup>5</sup> La stima si basa su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) con cinque serie: Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) della Federal Reserve Bank of New York, importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro), prezzi all'esportazione mondiali (esclusa l'area dell'euro) in valuta nazionale, prezzi del petrolio e tasso di cambio euro/dollaro. Il modello è stimato a frequenza trimestrale dal primo trimestre del 1998 al primo trimestre del 2023. L'individuazione dei cinque shock del modello (domanda mondiale, energia, strozzature dal lato dell'offerta, altri shock dell'offerta e tasso di cambio euro/dollaro) si basa su restrizioni a zero e di segno.

innescato lo shock dal lato dell'offerta di energia.<sup>6</sup> Il calo della domanda interna ha poi provocato una marcata decelerazione del commercio mondiale, in particolare nel quarto trimestre del 2022. Il contributo della domanda al commercio mondiale ha registrato una progressiva ripresa nel corso del 2023, con una sostanziale normalizzazione dei fattori specifici della pandemia.

## Grafico E

### Scomposizione degli shock della crescita del commercio mondiale

(variazioni percentuali trimestrali della deviazione dalla media 2012-2019, punti percentuali)



Fonti: Haver Analytics, Federal Reserve Bank of New York ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per "Commercio mondiale" si intendono le importazioni mondiali (esclusa l'area dell'euro). La scomposizione degli shock si basa su un modello BVAR con cinque variabili (importazioni mondiali, prezzi all'esportazione mondiali, Global Supply Chain Pressure Index, prezzi del petrolio e tasso di cambio euro/dollaro). L'identificazione degli shock strutturali è ottenuta mediante restrizioni a zero e di segno. L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2023.

**Si prevede una ripresa della crescita del commercio mondiale nell'orizzonte di proiezione, con un maggiore allineamento dei flussi commerciali ai fondamentali (cfr. il grafico D) e una convergenza verso la tendenza di lungo periodo (cfr. il pannello a) del grafico A).** Ora che le strozzature dal lato dell'offerta e il ciclo delle scorte sono sostanzialmente tornati a livelli normali (cfr. il grafico C), ci si attende che l'accumulo delle scorte evolva maggiormente in linea con i valori storici. Inoltre, i dati delle indagini più recenti sul prodotto nei servizi

<sup>6</sup> Il contributo limitato dello shock dell'offerta energetica al commercio mondiale nel 2022 (e il suo contributo positivo nel quarto trimestre del 2021) potrebbe derivare dai seguenti fattori: 1) anche i rincari dell'energia agiscono da freno sulla domanda, poiché il reddito viene ridistribuito dagli importatori agli esportatori di energia, che in genere presentano una minore propensione marginale alla spesa e 2) l'analisi ha escluso l'area dell'euro, nella quale il recente shock sui prezzi dell'energia è stato particolarmente pronunciato. L'entità dello shock dal lato dell'offerta di energia è confermata anche utilizzando misurazioni alternative dei prezzi dell'energia, compreso un indice sintetico che combina i prezzi di petrolio e gas. L'impatto limitato dello shock dal lato dell'offerta energetica sul volume degli scambi commerciali è altresì in linea con la letteratura; (cfr., ad esempio, Sato, M. e Dechezleprêtre, A., "Asymmetric industrial energy prices and international trade", *Energy Economics*, vol. 52, 2015, pagg. 130-141) e con stime analoghe dei volumi degli scambi basate su un modello VAR strutturale. Per le esportazioni al di fuori dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 3 *Lo shock energetico, la competitività di prezzo e l'andamento delle esportazioni dell'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino. Si ipotizza che l'effetto dei fattori finanziari sul commercio mondiale sia rilevato dallo shock dal lato della domanda, poiché i vincoli finanziari hanno ostacolato la capacità di indebitamento. Tuttavia, si stima che i fattori finanziari abbiano svolto un ruolo limitato nell'influenzare il commercio a partire dalla pandemia (cfr., ad esempio, Simola, H., "Consumption and services sector demand in the COVID-19 global trade collapse", *VoxEU.org*, 24 novembre 2021).

settoriali indicano una significativa decelerazione rispetto alla forte crescita registrata nella prima metà del 2023, a indicare che l'impulso proveniente dalla riapertura post-pandemica ha in gran parte esaurito i propri effetti. Ciò implica che la composizione della domanda dei consumatori è in via di normalizzazione e che la rotazione verso il consumo di servizi è quasi terminata, come suggerisce anche la convergenza dei consumi di beni e servizi verso la tendenza pre-pandemica (cfr. il grafico B). Le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono una graduale ripresa della crescita del commercio mondiale (esclusa l'area dell'euro) al 3,0 per cento nel 2024 (in aumento rispetto all'1,1 per cento del 2023), sostanzialmente in linea con l'elasticità unitaria a lungo termine del commercio mondiale rispetto al PIL mondiale<sup>7</sup>. Questo implicherebbe inoltre che il livello degli scambi tornerà gradualmente alla tendenza pre-pandemica verso la fine dell'orizzonte di proiezione (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>8</sup>. Anche le proiezioni relative all'interscambio sono in linea con le previsioni di istituzioni analoghe, che segnalano una normalizzazione delle prospettive per il commercio mondiale a partire dal 2024<sup>9</sup>.

### **In prospettiva, i rischi per il commercio mondiale sono ritenuti**

**sostanzialmente bilanciati.** Il commercio di beni e servizi potrebbe essere stimolato, tra l'altro, da una maggiore diffusione dei servizi digitali, compresi quelli relativi all'intelligenza artificiale. Allo stesso tempo, l'introduzione di politiche volte a rilocalizzare la produzione (soprattutto di beni e tecnologie essenziali) nel contesto delle crescenti tensioni commerciali, in particolare tra gli Stati Uniti e la Cina (ad esempio, il CHIPS and Science Act statunitense, la strategia cinese di doppia circolazione e l'*Inflation Reduction Act* degli Stati Uniti) potrebbe ridurre i volumi degli scambi<sup>10</sup>. Più in generale, una frammentazione del commercio in ambiti di influenza politica potrebbe gravare su quest'ultimo anche al normalizzarsi dei fattori ciclici. Sebbene finora vi siano scarse evidenze a sostegno del fatto che la deglobalizzazione abbia frenato in modo significativo gli scambi aggregati, dal 2019 il numero di barriere commerciali è in aumento e gli indicatori qualitativi basati sugli annunci degli utili delle imprese rilevano che dal 2022 è aumentato notevolmente l'uso dei termini "reshoring" (rilocalizzazione domestica) o "friend-shoring"

<sup>7</sup> Cfr. IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade – what is the new normal?", *Occasional Paper Series*, n. 178, BCE, Francoforte sul Meno, settembre 2016.

<sup>8</sup> Cfr. il riquadro 2 delle *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2023*, op. cit.

<sup>9</sup> Ad esempio, nel 2024 il tasso di crescita annuo del commercio mondiale è previsto che raggiunga il 3,5 per cento in base alle stime del Fondo monetario internazionale (FMI), il 2,7 per cento secondo l'OCSE, il 3,3 per cento stando ai calcoli dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC, solo commercio dei beni), il 3,0 per cento secondo la Commissione europea e il 2,8 per cento in base alle previsioni della Banca mondiale. Il dato dell'FMI è tratto dal *World Economic Outlook* di ottobre 2023, mentre quello dell'OCSE è preso dall'*Economic Outlook* di novembre 2023, quello dell'OMC dal *Global Trade Outlook* di ottobre 2023, la stima della Commissione europea dall'*Economic Forecast* dell'autunno 2023 e infine il dato della Banca mondiale dal *Global Economic Prospects* di giugno 2023.

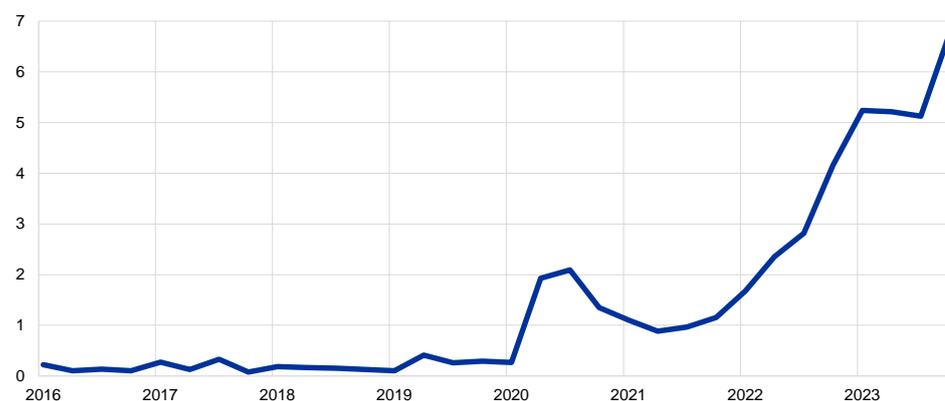
<sup>10</sup> Nell'ambito della strategia della "doppia circolazione" adottata nel 2020, la Cina mira a 1) integrare verticalmente la sua produzione e diventare autosufficiente, sostenuta dal suo grande mercato interno, e 2) globalizzare le imprese cinesi attraverso la "Belt and Road Initiative". Negli Stati Uniti, il CHIPS and Science Act del 2022 ha introdotto ingenti sussidi e incentivi per la ricerca, lo sviluppo e la produzione di componenti tecnologiche. L'*Inflation Reduction Act* statunitense del 2022 mira ad aumentare la capacità degli Stati Uniti di attrarre tecnologie verdi chiave, utilizzando ampi sussidi alla produzione settoriale e importanti incentivi finanziari (ad esempio crediti d'imposta per l'acquisto di veicoli elettrici e investimenti in apparecchiature di produzione di energie rinnovabili) che sono subordinati ai requisiti di contenuto nazionale.

(rilocalizzazione in paesi amici) (cfr. il grafico F)<sup>11</sup>. Inoltre, da una recente indagine condotta dalla Banca centrale europea presso le grandi imprese dell'UE emerge che nei prossimi cinque anni queste ultime si aspettano di essere più attive nel trasferimento delle attività al fine di rendere il proprio modello imprenditoriale più resiliente<sup>12</sup>.

### Grafico F

#### Incidenza globale dell'uso di termini riferiti alla rilocalizzazione negli annunci degli utili delle imprese

(frasi contenenti almeno uno dei termini di ricerca, in rapporto a tutte le frasi pronunciate durante gli annunci degli utili delle imprese, valori percentuali)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i tassi di incidenza a livello di impresa sono calcolati come media tra tutte le imprese e tutti i trimestri. I termini di ricerca sono stati "friend-shoring" (rilocalizzazione in paesi amici), "near-shoring" (rilocalizzazione in paesi vicini), "on-shoring" e "reshoring" (rilocalizzazione domestica). L'ultima osservazione si riferisce al terzo trimestre del 2023.

<sup>11</sup> Vi sono limitate evidenze empiriche sul modo in cui la frammentazione geoeconomica influisce sul commercio e non si riscontrano effetti significativi sugli scambi aggregati (cfr. Di Sano, M., Gunnella, V. e Lebastard, L., "Deglobalisation: risk or reality?", *Il Blog della BCE*, BCE, 12 luglio 2023). Ulteriori evidenze empiriche mostrano che l'applicazione di barriere commerciali tra due paesi in genere comporta un dirottamento del commercio attraverso un paese terzo, il che significa che non si riscontra alcun impatto sugli scambi aggregati (cfr. Freund, C., Mattoo, A., Mulabdic, A. e Ruta, M., "Is US Trade Policy Reshaping Global Supply Chains?", VoxEU.org, 31 agosto 2023).

<sup>12</sup> Cfr. il riquadro 1 *Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader* nel numero 7/2023 di questo Bollettino. Tuttavia, non è chiaro quale impatto avrà la rilocalizzazione sulla crescita del commercio mondiale aggregato. Dipenderà dal fatto che una quota significativa di imprese dell'area dell'euro opti o meno per la rilocalizzazione dei fornitori esterni all'area dell'euro verso l'area – il che potrebbe ostacolare la crescita del commercio aggregato – o in altri paesi esterni all'area (ad esempio dalla Cina al Vietnam), circostanza che in questo caso inciderebbe sulla geografia dei flussi commerciali, ma potrebbe avere solo un impatto limitato sulla crescita del commercio aggregato.

## Il PMI è un indicatore affidabile per le previsioni a brevissimo termine del PIL in termini reali dell'area dell'euro?

a cura di Gabe de Bondt e Lorena Saiz

**L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto tende a essere fortemente correlato alla crescita del PIL in termini reali (cfr. il grafico A).** Il PMI composito relativo al prodotto è un indice di diffusione che misura la somma della percentuale di risposte che indicano un aumento del prodotto, rispetto al mese precedente, e di metà della percentuale di risposte che indicano l'assenza di variazioni. La domanda nell'indagine PMI sul prodotto riguarda il volume unitario di produzione effettivo di questo mese, a fronte di quello registrato nel mese precedente. L'indice segnala in che misura le variazioni del prodotto siano diffuse all'interno del campione di intervistati e ha un benchmark di variazione nulla pari a 50. Una semplice regola empirica basata sul PMI, di seguito denominata regola dell'indicatore basata sul PMI, calcola la crescita trimestrale del PIL in termini reali dell'area dell'euro come il 10 per cento del livello trimestrale medio del PMI composito relativo al prodotto, cui viene sottratto un valore pari a 50. Nel periodo precedente la pandemia di coronavirus (COVID-19), questa misurazione empirica si è dimostrata un valido indicatore per la stima delle previsioni a brevissimo termine<sup>1</sup>. Tuttavia, dato che il PMI composito relativo al prodotto è un indice di diffusione, esso fornisce informazioni sul margine di variazione estensivo (il numero di imprese che hanno segnalato una variazione del prodotto) ma non su quello intensivo (l'entità della variazione del prodotto). Ciò implica che in periodi di estrema volatilità del prodotto, come durante la pandemia di COVID-19, il livello del PMI composito relativo al prodotto potrebbe offrire meno informazioni. Un ulteriore limite del PMI composito relativo al prodotto è che comprende solo determinati settori: l'indice è una media ponderata del PMI per l'attività nel comparto dei servizi e del PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero, mentre altri settori importanti, quali il commercio al dettaglio, il settore delle costruzioni e le amministrazioni pubbliche, non sono compresi. Inoltre, il prodotto composito dell'area dell'euro si basa unicamente sui dati relativi ai quattro maggiori paesi dell'area e all'Irlanda.

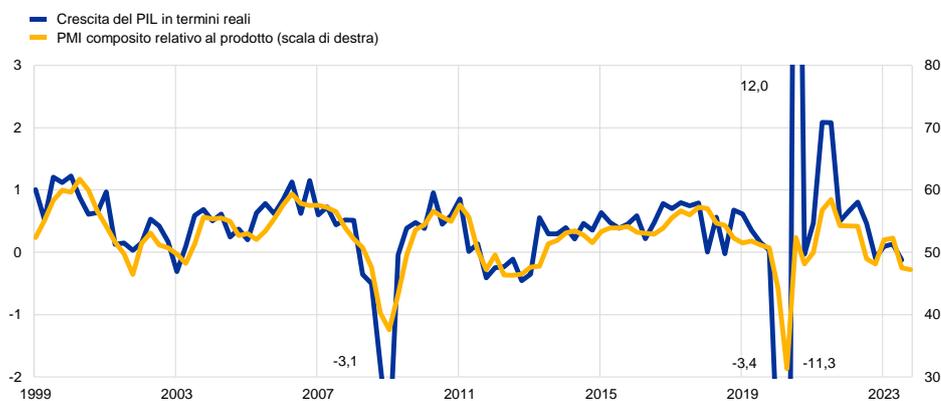
---

<sup>1</sup> Cfr. de Bondt, G.J., "Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?" in Papanikos, G.T. (a cura di), *Economic essays*, Athens Institute for Education and Research, pagg. 83–97, 2012 e de Bondt, G.J., "A PMI-based real GDP tracker for the euro area", *Journal of Business Cycle Research*, volume 15, pagg.147–170, 2019.

## Grafico A

### PMI composito relativo al prodotto e crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro

(asse di sinistra: variazioni percentuali trimestrali, asse di destra: indice di diffusione)



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

Nota: le due scale nell'asse delle ordinate riflettono la regola dell'indicatore basata sul PMI, che equivale al 10 per cento del livello trimestrale medio del PMI composito relativo al prodotto meno 50.

### Le informazioni desunte dagli indici PMI settoriali e composito svolgono un ruolo importante nell'ambito degli strumenti meccanici di previsione del PIL a breve termine utilizzati dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

I modelli meccanici di previsione a breve termine della BCE comprendono regressioni lineari di base che collegano direttamente le medie trimestrali dei dati PMI mensili al PIL in termini reali<sup>2</sup>. Tali regressioni sono note come equazioni ponte in quanto le variabili predittive del PIL colmano il divario tra i dati a più alta frequenza precedentemente disponibili, come la produzione industriale, e il PIL trimestrale. A loro volta, le variabili predittive del PIL sono stimate con l'ausilio di modelli satellite che utilizzano, tra i diversi indicatori mensili, i PMI settoriali. Nel complesso, rispetto ad altri indicatori, gli indici PMI tendono ad avere un peso relativamente elevato nei modelli di previsione, a causa della loro tempestività.

**Dopo aver perso parte della propria capacità predittiva durante i periodi di chiusura e di riapertura legati alla pandemia, l'accuratezza dei modelli di previsione a breve termine della BCE basati sugli indici PMI è stata recuperata (cfr. il grafico B).** In seguito al deterioramento nel 2020 e nel 2021, l'accuratezza delle previsioni dello strumento a breve termine della BCE basato sugli indici PMI è migliorata nel 2022 e nel 2023, quando gli errori di previsione, ricavati dalla radice dell'errore quadratico medio, sono notevolmente diminuiti e sono tornati gradualmente sui precedenti livelli, più regolari, come rilevato dalla media del periodo 2016-2019<sup>3</sup>. I modelli basati sugli indici PMI hanno sottostimato la crescita del PIL, come indicato da una distorsione negativa, rispettivamente di 0,4 e 0,3 punti percentuali nel 2021 e nel 2022, mentre la distorsione media è stata pressoché nulla

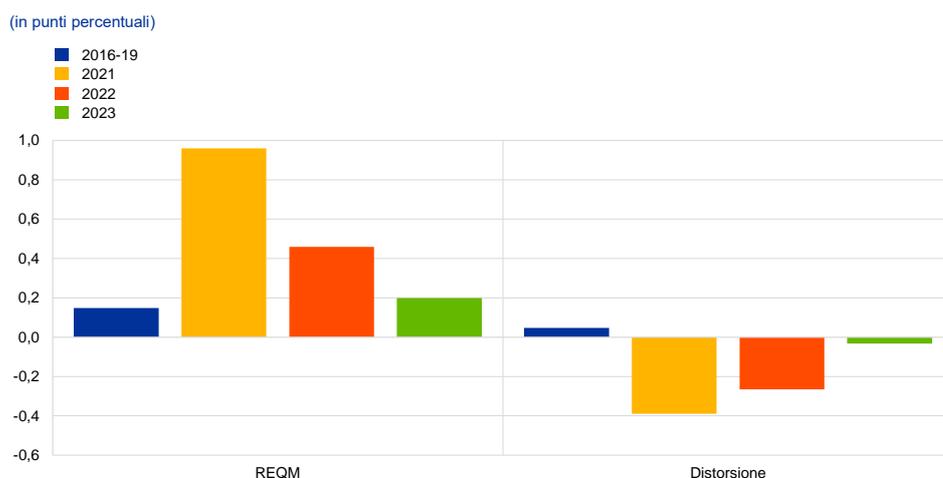
<sup>2</sup> Cfr. l'articolo 2 *Previsioni a breve termine dell'attività economica nell'area dell'euro elaborate dalla BCE* nel numero 2/2020 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> I risultati relativi al 2020 non sono riportati nel presente riquadro. Nel 2020, durante la pandemia di COVID-19, è stato necessario adeguare gli strumenti standard utilizzati per la previsione a brevissimo termine della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro, come segnalato nel riquadro 3 *Valutazione degli andamenti economici a breve termine al tempo del COVID-19* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

nel 2023. Ciò suggerisce che gli indici PMI non avevano pienamente rilevato le determinanti della crescita nel 2021 e nel 2022. Più specificamente, esaminando gli andamenti settoriali, gli indici PMI non avevano colto appieno gli effetti delle riaperture e delle interruzioni dal lato dell'offerta, comportando in certa misura una sottostima dell'attività del comparto dei servizi e una sovrastima dell'attività industriale.

### Grafico B

#### Accuratezza dello strumento di previsione a breve termine basato sugli indici PMI della BCE



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra la radice dell'errore quadratico medio (REQM) di previsione e la distorsione, definita come la differenza media tra le previsioni e il dato effettivo. Le previsioni si avvalgono di dati in tempo reale e sono effettuate due settimane prima della pubblicazione da parte dell'Eurostat della stima rapida ufficiale del PIL, rispetto alla quale sono valutate.

**Nel 2022 e nel 2023 l'accuratezza delle previsioni a brevissimo termine basate sugli indici PMI è risultata analoga a quella delle stime preliminari del PIL, prendendo le ultime serie storiche di dati relativi al PIL come riferimento (cfr. il grafico C)<sup>4</sup>.** Anche gli errori di previsione dei modelli a breve termine basati sugli indici PMI della BCE e la regola dell'indicatore basato sul PMI erano di entità analoga a quelli relativi alle previsioni a brevissimo termine delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, che si avvalgono di tutte le informazioni in tempo reale disponibili, incluse le previsioni basate sugli indici PMI, nonché del giudizio degli esperti. In genere, all'aumentare della disponibilità di informazioni mensili in tempo reale nel corso di un dato trimestre gli errori di previsione a brevissimo termine relativi alla crescita del PIL in quello stesso trimestre diventano più contenuti. Lo stesso non è avvenuto per le previsioni a brevissimo termine del PIL nel 2022 e nel 2023, ricavate dallo strumento di previsione a breve termine basato sugli indici PMI della BCE. Probabilmente, l'insolito lieve deterioramento dei risultati all'aumentare della disponibilità di informazioni riflette le politiche adottate per far fronte al susseguirsi di shock e l'impatto sulla crescita dei settori non compresi nel PMI composito del prodotto, come ad esempio la spesa pubblica. Tuttavia, non è possibile trarre conclusioni

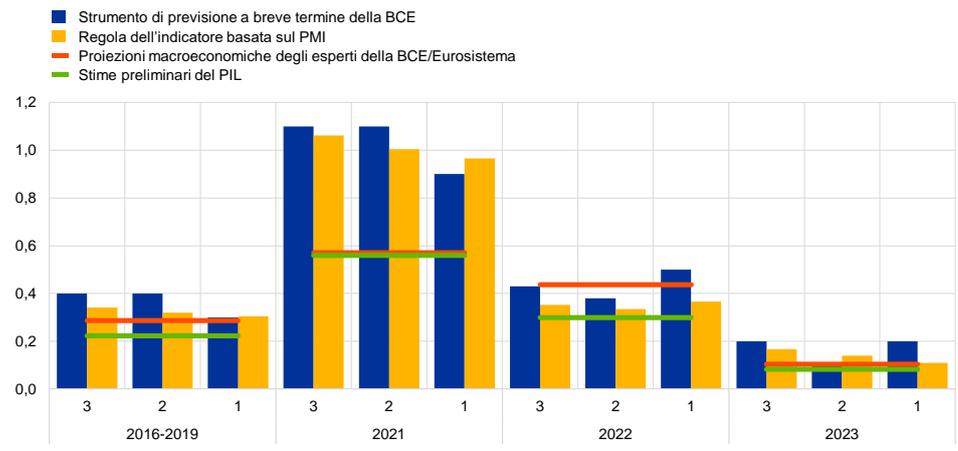
<sup>4</sup> Negli ultimi trimestri gli errori, compresi quelli derivati dalla stima preliminare del PIL potrebbero, tuttavia, risultare erroneamente bassi in quanto il PIL sarà rivisto nel tempo.

definitive considerato il numero limitato di osservazioni per anno solare. In sintesi, l'indice PMI composito relativo al prodotto rimane un indicatore affidabile per le previsioni a brevissimo termine della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro.

### Grafico C

Radice dell'errore quadratico medio nelle previsioni a brevissimo termine della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro sulla base della serie storica del PIL più recente

(in punti percentuali)



Fonti: BCE, S&P Global ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i numeri "3", "2" e "1" rappresentano il numero di mesi precedenti la pubblicazione della stima preliminare del PIL. La previsione a brevissimo termine in tempo reale delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema è disponibile circa due mesi prima della stima preliminare del PIL. Gli errori di previsione sono calcolati utilizzando l'ultima serie storica disponibile del PIL (19 gennaio 2024) come riferimento. Per il 2023 i dati si basano sui primi tre trimestri, in quanto la prima serie storica del PIL relativa al quarto trimestre è stata pubblicata dopo la data limite di aggiornamento dei dati per questo numero del Bollettino.

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

a cura di Gabe de Bondt, Friderike Kuik e Richard Morris

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti intercorsi tra il personale della BCE e i rappresentanti di 70 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 2 e il 10 gennaio 2024<sup>1</sup>.

**Le società contattate hanno delineato un quadro perlopiù invariato di attività stagnante o in lieve contrazione nel quarto trimestre del 2023, con una ripresa modesta o nulla attesa nel primo trimestre del 2024 (cfr. il grafico A).** In termini di dinamiche segnalate, vi sono state ancora variazioni significative sia tra i vari settori sia all'interno dei settori stessi. L'attività dei settori manifatturiero e delle costruzioni è sembrata restare debole, così come quella dei servizi connessi ai trasporti e alla logistica, mentre i principali comparti di crescita sono stati i servizi digitali e i servizi ai consumatori dedicati al tempo libero. La correzione delle scorte, che dura da un anno, sembra ormai in larga misura conclusa, e ha determinato un calo della domanda di molti beni intermedi. Tuttavia, sono venuti meno i lunghi ritardi negli ordini causati da precedenti interruzioni dal lato dell'offerta, inducendo un rallentamento della crescita, o una contrazione, nella produzione di beni di investimento. Di conseguenza, si ritiene che l'andamento dell'attività manifatturiera rifletta attualmente meglio l'evoluzione della domanda per consumi finali e investimenti.

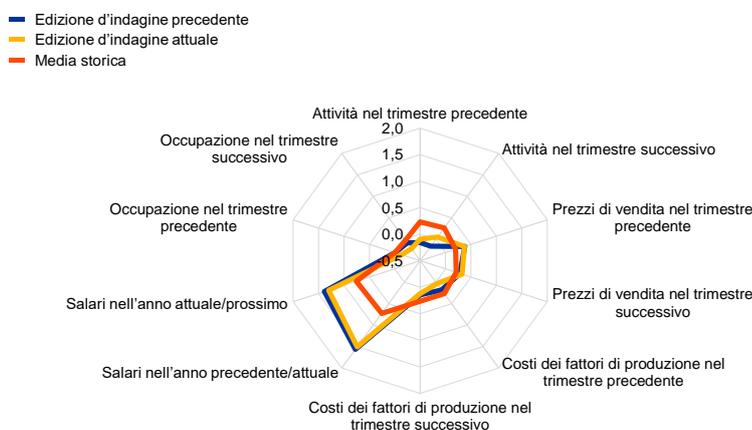
---

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

## Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE sulla scorta di quanto affermato dalle società interpellate riguardo all'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi dei fattori di produzione (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché agli andamenti dei salari rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Nell'edizione d'indagine attuale, per trimestre precedente e trimestre successivo si intendono, rispettivamente, il quarto trimestre del 2023 e il primo trimestre del 2024, mentre nell'edizione d'indagine precedente si riferivano al terzo e al quarto trimestre del 2023. Le interlocuzioni con le società, che hanno avuto luogo a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale, di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre sono incentrate sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica riflette una media dei punteggi raccolti utilizzando sintesi di contributi pregressi che risalgono fino al 2008.

**Secondo le indicazioni degli interlocutori, i consumatori hanno continuato a preferire servizi connessi al tempo libero piuttosto che beni fisici in generale, in particolare beni domestici durevoli.** La domanda di elettrodomestici da cucina, beni di consumo elettronici e mobilio ha continuato a diminuire, per effetto della riduzione del potere d'acquisto delle famiglie e del calo dell'attività nel mercato immobiliare. È stato segnalato che la domanda di autovetture, che nel 2023 era rimasta generalmente inferiore ai livelli di produzione in quanto le case automobilistiche erano impegnate a smaltire l'arretrato di ordini inevasi, abbia risposto bene ai recenti incentivi di prezzo. Le vendite della maggior parte dei beni di consumo non durevoli (alimentari, abbigliamento, etc.) sono state relativamente stabili o in lieve crescita, anche se caratterizzate da una continua ricerca di alternative più economiche negli acquisti da parte di molti consumatori. Per contro, le società contattate hanno osservato che la domanda di servizi connessi al tempo libero, e in particolare al turismo, ha continuato a crescere vigorosamente, tanto che il 2023 si è rivelato essere un anno da record e le attuali tendenze delle prenotazioni indicano una crescita ancora maggiore nel 2024.

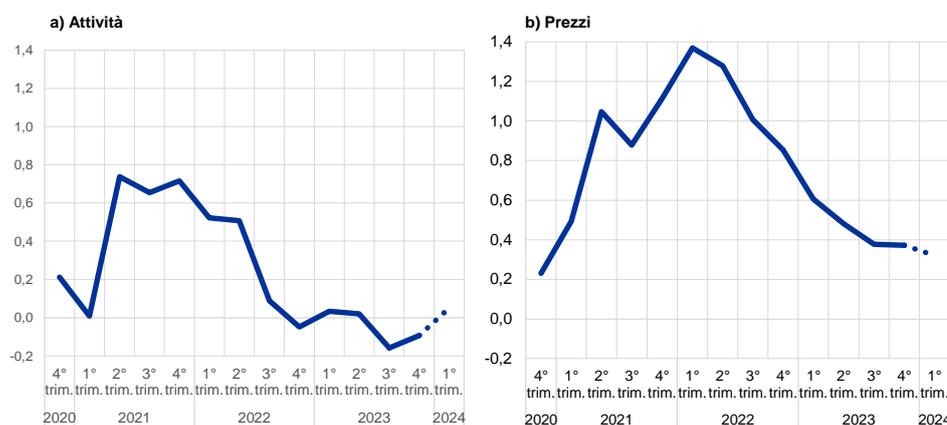
**Secondo gli interlocutori, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e in macchinari e attrezzature si sono contratti, ma ciò è stato in parte compensato dall'aumento degli investimenti connessi alla transizione verde e alla digitalizzazione.** Gli investimenti in macchinari e attrezzature e, soprattutto, nel settore dell'edilizia residenziale sono stati frenati in particolare dai recenti aumenti dei tassi di interesse, dall'elevata incertezza e dal basso livello di fiducia. Si ritiene che l'edilizia residenziale e l'attività immobiliare abbiano subito un brusco calo

in quanto i progetti esistenti sono stati completati e la domanda di nuovi progetti sia stata molto contenuta. Le società produttrici di macchinari industriali contattate hanno affermato che il livello degli ordinativi era basso e che la produzione è stata (o sarebbe stata) tagliata, in quanto gli ordini inevasi non erano più in grado di sostenere la produzione, come era avvenuto nel 2023. Per contro, l'ingegneria civile, la ristrutturazione e i progetti relativi alla distribuzione e all'offerta di energia rinnovabile hanno continuato a beneficiare di una domanda crescente. Inoltre, le società operanti nel settore delle tecnologie informatiche e dei servizi digitali, anche in veste di fornitori, hanno segnalato una crescita continua, a indicare una tendenza positiva degli investimenti immateriali.

## Grafico B

Sintesi delle indicazioni fornite con riferimento all'andamento e alle prospettive su attività e prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

**Nel complesso, le prospettive a breve termine sono considerate piuttosto fosche, in quanto la ripresa è frenata dai tassi di interesse e dall'incertezza normativa e geopolitica.** La maggior parte delle società contattate ha affermato che il contesto imprenditoriale "non sta peggiorando, ma neanche migliora di molto", con più della metà dei contatti che prevede che nel 2024 l'attività rimanga stabile o cresca solo in misura molto contenuta. Anche se la domanda interna dovesse riprendersi, è probabile che i produttori europei debbano far fronte a una maggiore concorrenza sulle importazioni, dati i costi dell'energia persistentemente elevati. Un gran numero di imprese ha citato anche l'onere crescente dei costi di regolamentazione, con particolare riguardo alla rendicontazione di sostenibilità. Molte società contattate hanno sostenuto che un miglioramento significativo del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese è improbabile fino a quando non vi sia un segnale più chiaro che l'inflazione è stata contenuta e che i tassi di interesse registreranno un calo (o quanto meno non subiranno ulteriori aumenti). Molte società interpellate hanno inoltre fatto riferimento alla prevalenza di notizie negative e

all'accresciuta incertezza in un contesto di crescenti tensioni geopolitiche e conflitti armati, tra cui da ultimo gli attacchi al trasporto marittimo nel Mar Rosso.

**Le imprese hanno evidenziato l'indebolimento dell'occupazione in un contesto caratterizzato dall'incertezza prolungata e dalla crescente necessità di contenere i costi.** Sebbene la maggior parte degli interlocutori abbia affermato che l'occupazione nella propria società e/o nel proprio settore sia stabile, un numero crescente di imprese ha ridimensionato l'organico attraverso la modalità passiva del mancato ricambio dei lavoratori in uscita, oppure operando una riduzione attiva di posti di lavoro. Quest'ultimo fenomeno è stato osservato in particolare nei comparti a maggiore intensità energetica nel settore dei beni intermedi, in quello dei beni di consumo durevoli, delle costruzioni e immobiliare, del trasporto su strada e della logistica. In questi settori l'entità del calo dell'operatività, la revisione al ribasso delle aspettative sul volume di attività futuro e/o le pressioni sui costi e la compressione dei margini di profitto avrebbero reso imperativa la riduzione del costo del lavoro. Più in generale, nell'intera economia le imprese si sono mostrate sempre più caute riguardo alle assunzioni. Le società contattate hanno osservato in molti settori una crescente riluttanza da parte del personale a cambiare lavoro. Le agenzie per l'impiego hanno rilevato non solo un forte calo dei collocamenti temporanei, ma anche un rallentamento dell'attività di collocamento permanente. Molte imprese, di riflesso a una carenza strutturale di offerta in molte professioni e aree geografiche, ritenevano ancora "tese" le condizioni del mercato del lavoro, anche se altre hanno rilevato una maggiore facilità nella copertura delle posizioni vacanti rispetto a qualche trimestre fa.

**Le società interpellate hanno indicato che la crescita dei prezzi di vendita è rimasta contenuta nel quarto trimestre del 2023, con un ulteriore allentamento previsto nel breve termine (cfr. il pannello b) del grafico B).** L'entità e il ritmo di incremento dei prezzi di vendita sono stati ancora molto variabili. I prezzi di vendita osservati nei settori industriali sono rimasti in media stabili. Ciò riflette il perdurante allentamento dei costi dei fattori di produzione in termini di materiali, energia e trasporti, che la maggior parte delle società interpellate ha descritto come stabili o in calo. In un contesto in cui le pressioni sui costi dei fattori di produzione diversi dal lavoro risultano moderate e la domanda di molti beni manifatturieri è rimasta debole o in calo, molte imprese dei settori industriali si attendono che i prezzi continuino a subire pressioni al ribasso crescenti o, al massimo, prevedono aumenti dei prezzi di lieve entità in futuro. Molte società contattate hanno fatto riferimento agli attacchi al trasporto marittimo nel Mar Rosso e, a seguito di questi, si attendevano un aumento dei costi di trasporto, anche se non dello stesso ordine di grandezza degli incrementi registrati durante la pandemia di coronavirus (COVID-19). I commercianti al dettaglio di prodotti alimentari e i loro fornitori hanno segnalato prospettive piuttosto stabili per i prezzi dei generi alimentari, che si attestano tuttavia su livelli elevati. Il costo dei prodotti freschi ha risentito anche delle condizioni meteorologiche estreme, causate dai cambiamenti climatici. I commercianti al dettaglio di prodotti non alimentari hanno segnalato per lo più prezzi stabili o in lieve aumento, ma con una crescita leggermente più sostenuta nei segmenti dei beni di lusso. Nel resto del settore dei servizi, gran parte delle società contattate ha segnalato (e in media ha continuato anche a prevedere per il futuro) una crescita piuttosto vigorosa dei prezzi di vendita.

Ciò è valso in particolare per i servizi turistici (sebbene i prezzi dei biglietti aerei abbiano raggiunto un picco), per i servizi digitali (che hanno un'elevata domanda) e quelli per i quali i prezzi sono basati sull'indicizzazione o sull'aumento del costo del lavoro.

**Quest'anno si prevede una crescita salariale leggermente attenuata.** Sulla base di una media semplice tra le indicazioni quantitative raccolte è emerso che le società interpellate prevedevano una crescita salariale in flessione, dal 5,3 per cento circa nel 2023 al 4,4 nel 2024. Si tratta di valori lievemente inferiori alle indicazioni basate sulle aspettative medie emerse nelle due edizioni d'indagine precedenti. L'effetto ritardato delle precedenti trattative (pluriennali) ha fatto sì che per alcune imprese e settori vi sia ancora un elemento di recupero negli accordi salariali effettivi o attesi per il 2024. Tuttavia, la maggior parte delle società contattate ritiene che l'allentamento dell'inflazione e le prospettive future di un contenimento della domanda costituiscano fattori tali da indurre un'attenuazione, se non una normalizzazione, della crescita salariale.

## Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici

a cura di Marien Ferdinandusse, Friderike Kuik e Romanos Priftis

### **Il presente riquadro misura le implicazioni macroeconomiche delle politiche, connesse ai cambiamenti climatici, volte a ridurre le emissioni di gas serra.**

Per conseguire l'obiettivo di ridurre entro il 2030 le emissioni dell'Unione europea (UE) di almeno il 55 per cento, rispetto ai livelli del 1990, i governi degli Stati membri stanno attuando diverse misure. L'UE ha di recente adottato il pacchetto "Pronti per il 55%", che sarà gradualmente applicato tra il 2024 e il 2034<sup>1</sup>. Il presente riquadro valuta dapprima l'impatto sul PIL in termini reali e sull'inflazione nell'area dell'euro delle misure discrezionali di bilancio verdi, incorporate nelle proiezioni macroeconomiche più recenti formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023. È improbabile che tali misure siano sufficienti a conseguire pienamente gli obiettivi dell'UE in materia di riduzione delle emissioni, efficienza energetica e produzione di energia rinnovabile, contenuti nel pacchetto "Pronti per il 55%". Pertanto, il riquadro prosegue illustrando l'impatto a medio termine di scenari di politiche di transizione alternativi, avvalendosi di simulazioni basate su modelli.

### **Impatto delle misure di bilancio verdi incorporate nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema**

**Le misure di bilancio discrezionali che hanno un effetto positivo sulla transizione ecologica sono classificate come misure verdi.** Una misura di bilancio, dal lato delle entrate o della spesa, è classificata come misura verde se ha un impatto positivo in termini di prevenzione o adattamento ai cambiamenti climatici<sup>2</sup>. Si tratta prevalentemente di decisioni discrezionali adottate dai governi nazionali, come, ad esempio, l'aumento delle imposte nazionali sull'energia o delle accise sui carburanti. Non forniscono un quadro sul livello delle entrate o della spesa verdi né includono l'impatto delle oscillazioni dei prezzi dei permessi di emissione nell'ambito del sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE (EU Emissions Trading System, EU ETS)<sup>3</sup>. In linea con i principi alla base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE e dell'Eurosistema, per poter essere incluse nell'esercizio di

<sup>1</sup> Cfr. la pagina web della Commissione europea [Pacchetto "Pronti per il 55%": attuazione delle proposte](#).

<sup>2</sup> La BCE raccoglie informazioni su tali misure dal 2021, in seguito alla conclusione del riesame della propria strategia, nell'ambito del piano di azione volto a integrare le considerazioni relative ai cambiamenti climatici nel quadro di riferimento delle sue politiche. Per ulteriori informazioni sulla classificazione delle misure di bilancio connesse al clima, cfr. il riquadro 5 *Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi* nel numero 1/2023 di questo Bollettino; per gli importi incorporati nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023, cfr. il riquadro 8 *Misure di bilancio in risposta allo shock energetico e inflazionistico e ai cambiamenti climatici* in questo numero del Bollettino.

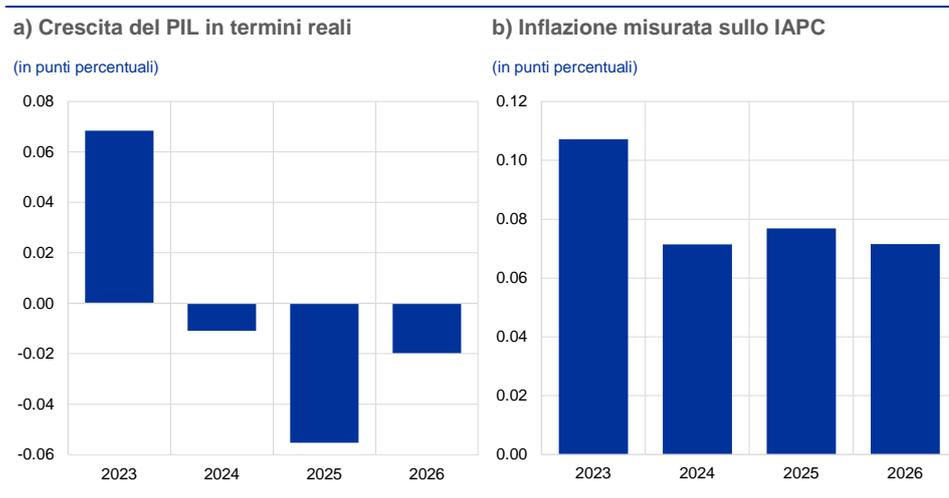
<sup>3</sup> Sebbene non siano classificate come misure di bilancio verdi, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono alimentate da ipotesi tecniche relative ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica ai sensi del sistema ETS dell'UE, che si basano sui prezzi dei future e che prevedono un lieve aumento a €85,2/tCO<sub>2</sub> nel 2026.

proiezione le misure verdi devono essere adeguatamente dettagliate e, verosimilmente, ricevere l'approvazione legislativa.

**Nell'orizzonte temporale di proiezione, le misure di bilancio verdi incorporate nell'esercizio condotto dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023 hanno avuto un effetto combinato contenuto sia sull'inflazione complessiva sia sulla crescita del PIL.** L'effetto sull'inflazione complessiva nell'area dell'euro è stimato a circa 0,1 punti percentuali in tutti gli anni dell'orizzonte di proiezione, con variazioni di lieve entità (cfr. il grafico A). Per quanto riguarda la crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, si stima che l'effetto sia pari a circa 0,07 punti percentuali nel 2023, negativo, a -0,01 punti percentuali, nel 2024, pari a -0,06 nel 2025 e a -0,02 nel 2026. L'effetto combinato delle misure di bilancio verdi sull'inflazione complessiva e sulla crescita del PIL in termini reali è eterogeneo nei vari paesi.

### Grafico A

Impatto delle misure di bilancio discrezionali verdi sulla crescita del PIL in termini reali e sull'inflazione



Fonte: proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.

Note: una misura di bilancio è classificata come misura verde se ha un impatto positivo in termini di prevenzione o adattamento ai cambiamenti climatici. Tale classificazione si riferisce alle misure discrezionali che non includono l'effetto delle oscillazioni dei prezzi nell'ambito del sistema ETS dell'UE.

**È improbabile che le misure di bilancio incluse nelle proiezioni di base formulate dagli esperti dell'Eurosistema siano sufficienti a conseguire pienamente gli obiettivi dell'UE in materia di riduzione delle emissioni, efficienza energetica e produzione di energia rinnovabile.** Le proiezioni di base includono alcune delle misure presenti nel pacchetto "Pronti per il 55%", in particolare, le misure di bilancio verdi volte a raggiungere gli obiettivi nazionali degli Stati membri per la riduzione delle emissioni. Tuttavia, è improbabile che le misure (e le ipotesi) incluse nelle proiezioni attuali siano sufficienti a conseguire pienamente gli obiettivi dell'UE. Le ragioni sono molteplici: a) alcune delle misure orientate a tali obiettivi saranno applicate solo dopo la fine dell'attuale orizzonte temporale di proiezione, nel 2026; b) alcuni degli obiettivi dell'UE in materia di efficienza energetica e produzione di energia rinnovabile devono ancora essere recepiti negli ordinamenti nazionali e nella legislazione europea; e c) gli Stati membri devono ancora dare seguito agli obiettivi nazionali di riduzione delle emissioni che erano

stati rafforzati nel pacchetto “Pronti per il 55%”, da -29 per cento a -40 per cento entro il 2030 rispetto ai livelli del 2005. Per questa ragione le recenti proiezioni sulle emissioni degli Stati membri evidenziano ancora un ampio divario rispetto agli obiettivi dell’UE, e sarà necessario adottare ulteriori misure per raggiungere gli obiettivi del pacchetto “Pronti per il 55%”.

## Impatto a medio termine delle politiche di transizione coerenti con gli obiettivi di riduzione delle emissioni dell’UE

**Per analizzare l’impatto di una serie di scenari di transizione, coerenti con gli obiettivi di riduzione delle emissioni dell’UE, sono state utilizzate simulazioni basate su modelli.** Le simulazioni sono effettuate con l’ausilio del New Area-Wide Model, (NAWM) con il settore energetico disaggregato (NAWM-E)<sup>4</sup>. Lo scenario di riferimento riflette le attuali proiezioni delle emissioni comunicate dai paesi dell’area dell’euro e si basa sulle politiche esistenti. Per definire il prezzo di riferimento delle emissioni di anidride carbonica, le attuali misure di bilancio relative alle emissioni sono sintetizzate in un prezzo effettivo, come calcolato dall’Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), pari a 87 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> nel 2023. Pertanto, le simulazioni mirano a conseguire entro il 2030 un’ulteriore riduzione delle emissioni, pari al 18 per cento, in aggiunta alle riduzioni richieste nell’ambito delle politiche esistenti, in linea con l’obiettivo dell’UE di conseguire una riduzione delle emissioni del 55 per cento entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990 (cfr. il grafico B)<sup>5</sup>. Considerato che è possibile raggiungere tale riduzione applicando diverse combinazioni di strumenti, il presente riquadro considera le imposte sulle emissioni di anidride carbonica e, in uno scenario, ipotizza aumenti più consistenti nella produttività del settore dell’energia pulita e una dismissione più ordinata dell’energia “sporca”, senza specificare esplicitamente come sia possibile raggiungere tale risultato.

---

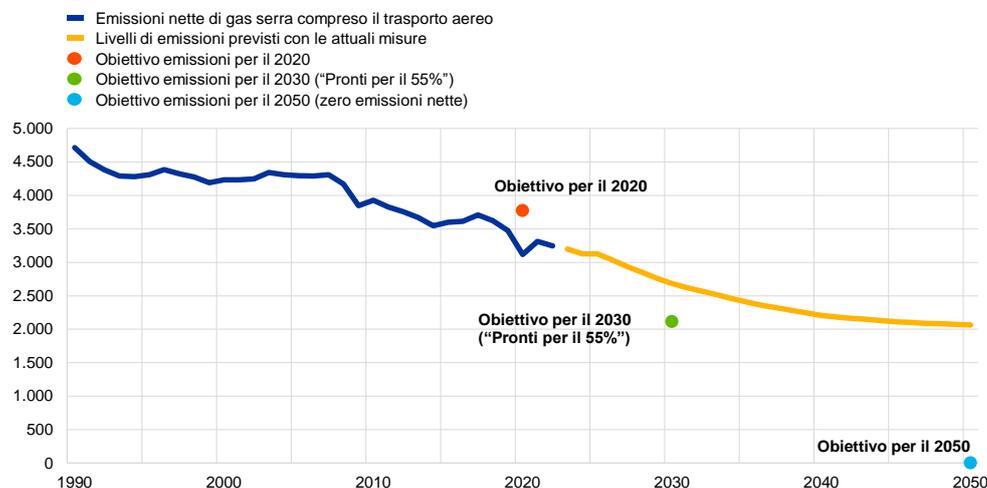
<sup>4</sup> Il modello NAWM-E integra il New Area-Wide Model (NAWM) della BCE con la produzione e l’utilizzo di energia disaggregati, in cui imprese e famiglie richiedono energia a fini di produzione e consumo (cfr. Coenen, G., Lozej, M. e Priftis, R., “[Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB’s New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector](#)”, *Working Paper Series*, n. 2819, BCE, 2023).

<sup>5</sup> I dati disponibili più recenti relativi ai prezzi effettivi netti delle emissioni di anidride carbonica definiti dall’OCSE, che comprendono il prezzo effettivo delle emissioni risultante dalle imposte nazionali sulle emissioni e sull’energia, dal sistema ETS dell’UE e dai sussidi compensativi, si riferiscono al 2021. Ai fini di questo esercizio, essi sono stati estesi al 2023 sulla base dei prezzi future nell’ambito del sistema ETS e ipotizzando che le imposte nazionali rimangano invariate.

## Grafico B

### Emissioni di gas serra nell'UE

(MtCO<sub>2</sub>e)



Fonti: Agenzia europea dell'ambiente (AEA) ed elaborazioni della BCE.

Nota: le proiezioni si basano sui dati comunicati dagli Stati membri all'AEA, che non includono le misure del pacchetto "Pronti per il 55%".

### Le simulazioni basate su modelli considerano i seguenti scenari (tavola A):

- **scenario delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica in base ai dati dell'AIE:** in questo scenario le imposte sulle emissioni di anidride carbonica sono l'unica misura considerata per la riduzione delle emissioni. Tale ipotesi si basa sul World Energy Outlook 2022 dell'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) e implica un aumento lineare delle imposte sulle emissioni a 140 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> entro il 2030. Le imposte sulle emissioni di anidride carbonica non sono sufficienti, da sole, a conseguire gli obiettivi di riduzione dell'UE (AIE, 2022)<sup>6</sup>.
- **Scenario delle imposte sulle emissioni previste nel pacchetto "Pronti per il 55%":** anche in questo scenario le imposte sulle emissioni sono l'unica misura considerata per la riduzione delle emissioni. Le imposte sulle emissioni aumentano in modo lineare fino a 225 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> entro il 2030. Ciò significa che il modello soddisfa l'obiettivo di riduzione delle emissioni dell'UE entro il 2030, indipendentemente dall'ulteriore regolamentazione sulle emissioni di anidride carbonica o dal progresso tecnologico.
- **Scenario policy mix del pacchetto "Pronti per il 55%":** questo scenario considera l'aumento delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica e elementi diversi da tali imposte. Le imposte sulle emissioni aumentano in modo lineare fino a 180 euro per tonnellata di CO<sub>2</sub> entro il 2030. Le proxy utilizzate

<sup>6</sup> I risultati di questo scenario sono in linea con l'analisi presentata da Brand, C., Coenen, G., Hutchinson, J. e Saint Guilhem, A., cfr. *Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica* nel numero 5/2023 di questo Bollettino, che si avvale di un approccio basato su una serie di modelli per valutare l'impatto delle imposte sulle emissioni nell'area dell'euro, e da Coenen, G., Lozej, M. e Priftis, R., "Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector" Working Paper Series, n. 2819, BCE, 2023.

per gli elementi diversi dalle imposte sulle emissioni sono un aumento della produttività totale dei fattori (PTF) del settore dell'energia pulita pari all'1 per cento nell'orizzonte temporale di simulazione, nonché una maggiore elasticità di sostituzione tra energia "sporca" ed energia pulita e tra energia e altri fattori di produzione e consumo<sup>7</sup>. Tali elementi rilevano i possibili cambiamenti nella combinazione di tecnologie del settore dell'energia pulita (ad esempio, derivanti da investimenti verdi) e una regolamentazione ambientale più severa. Poiché si stima che i cambiamenti tecnologici si verifichino su un orizzonte temporale più lungo, questo scenario è stato progettato a scopo illustrativo per conseguire l'obiettivo di riduzione delle emissioni dell'UE, nonché gli obiettivi europei relativi alla produzione di energia pulita e ai consumi di energia, entro il 2030.

**Tavola A**  
Panoramica degli scenari

Scenari	Strumenti		Obiettivi raggiunti dagli scenari		
	Imposta sulle emissioni di anidride carbonica (euro/tCO <sub>2</sub> )	Altro	Emissioni del pacchetto "Pronti per il 55%" -18%	Quota di energia pulita +12,5%	Consumo di energia -11,9%
Imposte sulle emissioni di anidride carbonica – dati AIE	140		x	x	x
Imposte sulle emissioni di anidride carbonica – pacchetto "Pronti per il 55%"	225		✓	x	x
Policy mix del pacchetto "Pronti per il 55%"	180	Produttività totale dei fattori di energia pulita +1% Maggiore elasticità di sostituzione tra energia e altri fattori (0,8) e tra energia pulita ed energia "sporca" (3)	✓	✓	✓

Fonte: BCE.

Note: il pacchetto "Pronti per il 55%" è stato elaborato per conseguire gli obiettivi di riduzione delle emissioni dell'UE e altri obiettivi attraverso la definizione di prezzi e la regolamentazione delle emissioni di anidride carbonica. Gli obiettivi del pacchetto si riferiscono alle emissioni di gas serra dell'area dell'euro, alla quota di energia pulita rispetto a quella "sporca" e ai consumi di energia rispetto agli attuali livelli dell'UE. Per quanto riguarda le emissioni, le riduzioni sono messe a confronto con le proiezioni dei paesi dell'area dell'euro basate sulle misure esistenti (cfr. il grafico B).

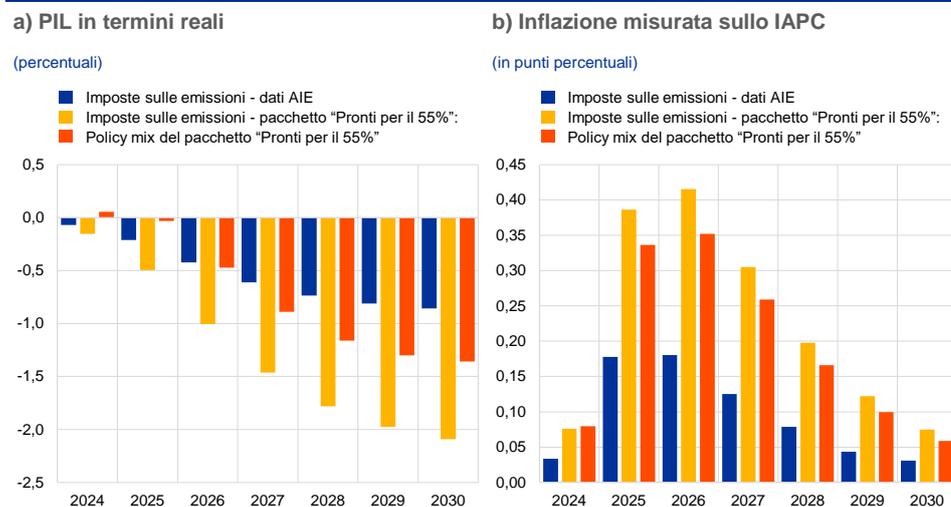
<sup>7</sup> Proxy della PTF esogena dei miglioramenti autonomi in termini di efficienza energetica, che sono spesso utilizzate nei modelli CGE, implicano che l'utilizzo di energia pulita per unità di prodotto diminuisca nel tempo (cfr., ad esempio, Webster, M., Paltsev, S. e Reilly, J., "Autonomous efficiency improvement or income elasticity of energy demand: Does it matter?", *Energy Economics*, vol. 30, n. 6, 2008, pagg. 2785-2798). Nel presente riquadro, l'aumento della PTF è calibrato all'1 per cento, in linea con i tassi storici di crescita della produttività. Una maggiore elasticità di sostituzione può essere razionalizzata utilizzando un modello con cambiamenti tecnici controllati (cfr., ad esempio, Hassler, J., Krusell, P. e Olovsson, C., "Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity", *Journal of Political Economy*, vol. 129, n. 11, 2021, pagg. 3039-3072). Aumentare a 0,8 l'elasticità tra l'energia e altri fattori e a 3 quella tra l'energia pulita e l'energia "sporca" comporta un'ulteriore diminuzione dei consumi di energia e un aumento dell'uso di energia pulita. Il valore più elevato dell'elasticità di sostituzione tra tipi di energia corrisponde all'intervallo superiore delle stime empiriche in letteratura (cfr. Papageorgiou, C., Saam, M. e Schulte, P., "Substitution between Clean and Dirty Energy Inputs: A Macroeconomic Perspective", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, n. 2, 2017, pagg. 281-290).

**Le imposte sulle emissioni di anidride carbonica riducono la domanda di energia “sporca” e inducono le imprese a sostituirla con energia pulita, meno costosa, per la produzione del bene energetico aggregato.** L'aumento del prezzo dell'energia “sporca”, al netto delle imposte, associato all'incremento del prezzo dell'energia pulita derivante dalla domanda più elevata, determina un aumento dei prezzi aggregati dei beni energetici. Il rincaro dei prezzi dei beni energetici si ripercuote sul prezzo dei panieri di consumo delle famiglie e sui costi marginali delle imprese, determinando un incremento dell'inflazione complessiva. Per quanto riguarda il lato reale dell'economia, le imprese e le famiglie subiscono un calo, rispettivamente, di redditività e reddito reale, sia attuale sia atteso, che determina una riduzione degli investimenti e dei consumi e, di conseguenza, del PIL. Trattandosi di un sottoprodotto della produzione di energia “sporca”, le emissioni di anidride carbonica diminuiscono mentre l'economia attraversa una “transizione verde”, in quanto le imprese utilizzano una quota maggiore di energia pulita, ma, nel complesso, un quantitativo inferiore di energia per la produzione.

**A seconda dello scenario ipotizzato, l'inflazione misurata sullo IAPC è superiore da 0,2 a 0,4 punti percentuali nel 2025 e nel 2026 rispetto allo scenario di riferimento senza misure aggiuntive, mentre il livello di PIL reale è inferiore (cfr. il grafico C).** I risultati dipendono dallo scenario: se si considerano solo le imposte sulle emissioni di anidride carbonica, gli effetti sul PIL e sull'inflazione sono determinati dall'entità dell'imposta e dal grado di sostituzione tra i diversi tipi di energia. Di conseguenza, lo scenario di imposte sulle emissioni previste nel pacchetto “Pronti per il 55%” amplifica gli effetti rispetto allo scenario di imposte sulle emissioni dell'AIE. Nello scenario di policy mix del pacchetto “Pronti per il 55%”, un aumento della PTF nel settore dell'energia pulita ne migliora l'efficienza, consentendo di produrre più energia per unità di energia pulita. Una maggiore elasticità di sostituzione tra energia pulita ed energia “sporca”, pertanto, rafforza la sostituzione tra i diversi tipi di energia. Combinati insieme, tali elementi comportano una riduzione delle emissioni di anidride carbonica, un aumento della quota di energia pulita e una riduzione dei consumi totali di energia, mantenendo, nel contempo, le imposte sulle emissioni a un livello terminale inferiore. Nel complesso, gli effetti negativi sul PIL e sull'inflazione sono attenuati, in particolare nel medio termine, mentre il PIL aumenta in misura modesta nell'immediato per via dell'effetto espansivo dell'aumento della PTF.

## Grafico C

### Impatto degli scenari delle politiche di transizione sul PIL in termini reali e sull'inflazione



Fonte: BCE.

Note: risposte dinamiche basate su simulazioni NAWM-E rispetto allo scenario di riferimento con le misure esistenti. Le simulazioni partono dal 2024 e considerano una risposta endogena della politica monetaria.

**Le simulazioni NAWM-E suggeriscono che una combinazione delle politiche di transizione è importante per determinare l'entità della crescita inferiore e dell'inflazione più elevata.** Un limite dell'analisi basata sui modelli è che gli elementi normativi del pacchetto "Pronti per il 55%" non sono esplicitamente modellizzati; ciò implica che gli obiettivi di riduzione delle emissioni dell'UE possono essere raggiunti in pratica attraverso combinazioni alternative di politiche, con una serie di effetti diversi sulla crescita e sull'inflazione. Analogamente, l'analisi non modella esplicitamente le attività relative agli investimenti verdi, prescindendo in tal modo dai ritardi nei tempi di realizzazione e dalle esigenze di finanziamento. Possono incidere sui risultati anche altre scelte di modellizzazione, quali le modalità di redistribuzione dei proventi derivanti dalle imposte sulle emissioni o di attuazione delle politiche di bilancio (ad esempio, anticipate, posticipate o scaglionate)<sup>8</sup>. Pertanto, gli scenari utilizzati nel presente riquadro hanno carattere puramente indicativo. È inoltre opportuno riconoscere che è possibile definire vari scenari con l'ausilio di numerosi strumenti che consentirebbero di raggiungere gli stessi obiettivi in termini di riduzione delle emissioni, ma determinano implicazioni macroeconomiche potenzialmente diverse.

<sup>8</sup> Per ulteriori dettagli sull'attuazione delle imposte sulle emissioni di anidride carbonica, cfr. Coenen, G., Lozej, M. e Priftis, R.: "Macroeconomic effects of carbon transition policies: an assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector", *Working Paper Series*, n. 2819, BCE, 2023.

a cura di Carmela Attolini, Annalisa Ferrando e Judit Rariga

**Il presente riquadro analizza la vulnerabilità delle imprese sulla base delle risposte fornite a livello di singola azienda nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).**

Un'impresa è considerata vulnerabile se, negli ultimi sei mesi, segnala contemporaneamente un calo del fatturato, una diminuzione degli utili, una maggiore spesa per interessi e un rapporto tra il debito e le attività più elevato o invariato<sup>1</sup>. Tale concetto assume particolare rilevanza quando si valutano le implicazioni per la trasmissione della politica monetaria, poiché fornisce segnali forti sulla solidità finanziaria delle imprese.

**La quota di imprese finanziariamente vulnerabili rilevata nell'indagine SAFE, sostanzialmente in linea con la dinamica dei fallimenti delle imprese, è aumentata di recente (cfr. il grafico A).** A partire dalla seconda metà del 2022, i fallimenti delle imprese sono aumentati nell'area dell'euro. Nel secondo e terzo trimestre del 2023 l'indice delle dichiarazioni di fallimento ha superato i livelli precedenti la pandemia, raggiungendo il livello più elevato dal 2015, quando l'indice è stato reso disponibile per la prima volta<sup>2</sup>. Poiché il fallimento è il procedimento legale avviato dopo che un'impresa è stata dichiarata insolvente, le statistiche sulle procedure fallimentari rappresentano la 'punta dell'iceberg' delle imprese in difficoltà finanziarie. La portata e la rapidità del percorso verso il fallimento delle imprese in difficoltà finanziarie dipendono anche dal sistema legislativo in vigore in ciascun paese.

---

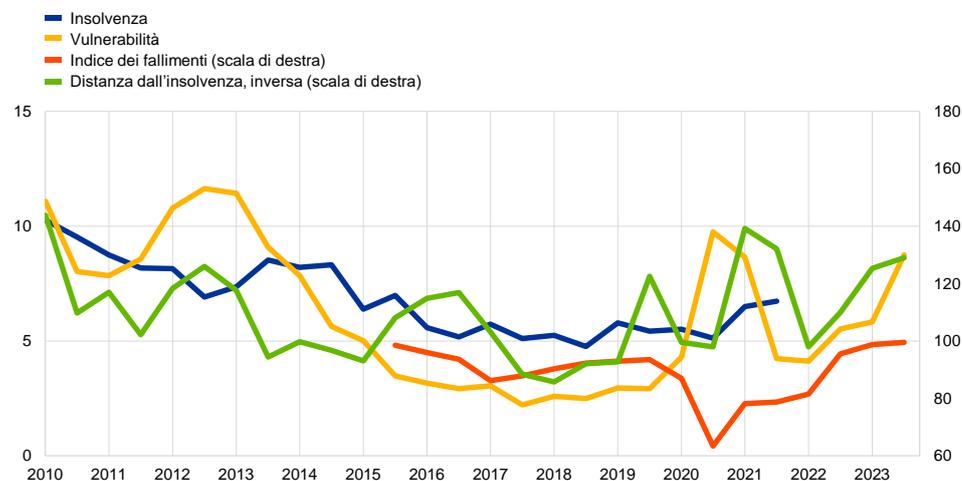
<sup>1</sup> L'indicatore aggregato di vulnerabilità finanziaria della SAFE è la quota, ponderata per i pesi campionari, di imprese vulnerabili incluse nel campione, per le quali le ponderazioni garantiscono la rappresentatività dei risultati in ciascuna classe dimensionale, attività economica e paese per la popolazione di imprese sottostante.

<sup>2</sup> L'indice delle dichiarazioni di fallimento si basa sul numero assoluto di fallimenti segnalati all'Eurostat dagli Stati membri dell'UE (su base volontaria fino al quarto trimestre del 2020 e obbligatoriamente dal primo trimestre del 2021). L'anno base per l'indice è il 2015.

## Grafico A

### Evoluzione di fallimenti, insolvenze e vulnerabilità delle imprese

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: 2015 = 100)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, Eurostat, BvD Orbis, LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: le imprese vulnerabili sono definite come imprese che segnalano contemporaneamente un calo del fatturato, una diminuzione degli utili, una maggiore spesa per interessi e un rapporto tra il debito e le attività più elevato o invariato. La distanza dall'insolvenza è calcolata come l'inverso della volatilità del rendimento del capitale di un'impresa basata su un campione di grandi società quotate dell'area dell'euro. I valori più bassi della misura indicano che le imprese sono più prossime all'insolvenza, anticipando il futuro fallimento. Il grafico mostra una distanza inversa rispetto all'indice di insolvenza (2015=100). Il numero di fallimenti è indicato come numero indice (2015=100). L'indicatore relativo all'insolvenza mostra la percentuale di imprese incluse nel campione SAFE che presentano utili negativi e non sono in grado di coprire le perdite con capitale proprio. Il grafico è tracciato con frequenza semestrale, in corrispondenza delle edizioni delle indagini SAFE.

**Nel secondo e terzo trimestre del 2023 la quota di imprese vulnerabili presenti nell'indagine SAFE ha raggiunto il 9 per cento, in rialzo dal 6 per cento della precedente edizione dell'indagine.** In una prospettiva storica, le dinamiche dell'indicatore di vulnerabilità finanziaria dell'indagine SAFE sono sostanzialmente allineate non solo ai fallimenti, ma anche ad altri due indicatori di insolvenza: a) una misura di solvibilità basata sui dati di bilancio delle imprese che indica la quota di imprese incapaci di coprire le perdite con capitale proprio e b) una misura di distanza dall'insolvenza basata sui dati di mercato<sup>3,4</sup>. A seguito della crisi dei debiti sovrani, tutti gli indicatori hanno iniziato a migliorare a partire dal 2012. Nel 2020, all'inizio della pandemia di COVID-19, mentre l'indicatore di vulnerabilità finanziaria dell'indagine SAFE ed entrambi gli indicatori di insolvenza erano in aumento a causa del deterioramento delle posizioni finanziarie, le imprese erano protette dal fallimento grazie alle garanzie pubbliche (in letteratura, ciò è noto come "bankruptcy gap")<sup>5</sup>. Più di recente, come l'evoluzione dei fallimenti e l'indicatore di vulnerabilità

<sup>3</sup> L'indicatore di insolvenza mostra la percentuale di imprese incluse nel campione SAFE che hanno utili negativi e non sono in grado di coprire le perdite con capitale proprio (cfr. Lalinski, T. e Pal, R., "Efficiency and effectiveness of the COVID-19 government support: Evidence from firm-level data", *EIB Working Paper*, n. 6, Banca europea per gli investimenti, giugno 2021). A causa del ritardo nella pubblicazione dei dati di bilancio, l'ultimo anno disponibile con la copertura completa delle imprese per questo indicatore è il 2021.

<sup>4</sup> La distanza dall'insolvenza è calcolata come l'inverso della volatilità del rendimento del capitale di un'impresa basata su un campione di grandi società quotate dell'area dell'euro. Per maggiori dettagli, cfr. Ampudia, M., Busetto, F. e Fornari, F., "Chronicle of a death foretold: does higher volatility anticipate corporate default?", *Working Paper Series*, n. 2749, BCE, novembre 2022.

<sup>5</sup> Cfr. Banerjee, R., Noss, J. e Vidal Pastor, J.M., "Liquidity to solvency: transition cancelled or postponed?", *BIS Bulletin*, n. 40, Banca dei regolamenti internazionali, marzo 2021.

finanziaria dell'indagine SAFE, anche la distanza dall'insolvenza indica un aumento delle difficoltà delle imprese, sebbene in ritardo rispetto agli altri due indicatori.

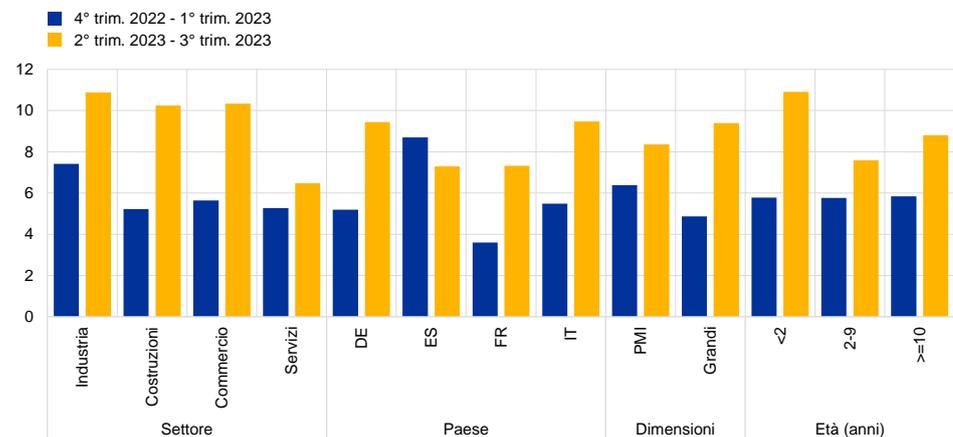
**L'aumento della vulnerabilità riscontrata nell'indagine SAFE nel secondo e terzo trimestre del 2023 è determinato principalmente dalle imprese dell'industria, delle costruzioni e del commercio, e la vulnerabilità è aumentata più per le grandi che per le piccole e medie imprese (PMI) (cfr. il grafico B).**

Vi sono notevoli differenze nella vulnerabilità tra settori economici e paesi e in relazione alle caratteristiche delle imprese, quali le dimensioni e l'età. La quota di imprese vulnerabili è aumentata in tutti i settori rispetto all'edizione precedente dell'indagine, sebbene in misure diverse. Nel secondo e terzo trimestre del 2023, è rimasta relativamente bassa nel settore dei servizi (6 per cento), mentre ha raggiunto livelli più elevati nell'industria (11 per cento), nelle costruzioni (10 per cento) e nel commercio (10 per cento). Tra i quattro grandi paesi dell'area dell'euro, l'Italia e la Germania registrano la quota più alta di imprese vulnerabili (9 per cento). In entrambi i paesi si è altresì osservato di recente un aumento notevole di tale quota, che riflette quella, relativamente elevata, delle imprese industriali. Rispetto alla precedente edizione dell'indagine, la quota di imprese vulnerabili è aumentata in misura maggiore tra le grandi imprese rispetto alle PMI, anche se storicamente le PMI tendono a essere più fragili dal punto di vista finanziario<sup>6</sup>. Inoltre, di recente, la quota di imprese vulnerabili è cresciuta più tra le imprese giovani rispetto alle più vecchie.

**Grafico B**

**Eterogeneità nella vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE**

(valori percentuali)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: gli istogrammi mostrano la quota di imprese vulnerabili all'interno di vari settori, paesi, dimensioni ed età dell'impresa, rilevata nelle ultime due edizioni dell'indagine SAFE (dal quarto trimestre del 2022 al primo trimestre del 2023 e dal secondo trimestre del 2023 al terzo trimestre del 2023).

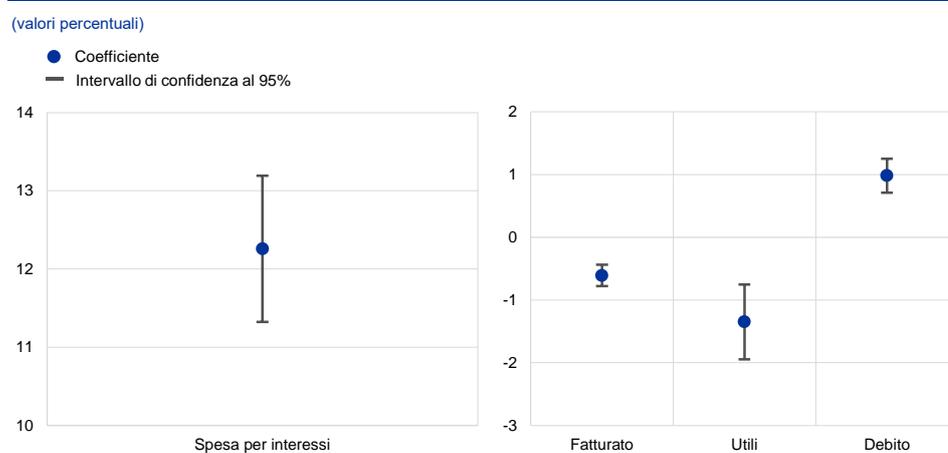
**Gli aumenti della spesa per interessi sono importanti per spiegare la probabilità che le imprese diventino vulnerabili (cfr. il grafico C). Vengono**

<sup>6</sup> In generale, le PMI sono considerate più fragili in quanto le loro attività sono meno diversificate e flessibili e con una minore intensità di capitale e pertanto più dipendenti dai finanziamenti esterni. Cfr. Udell, G., "SME Access to Finance and the Global Financial Crisis", *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, vol. 8, n. 1, 2040003, agosto 2020.

effettuate regressioni in forma ridotta per esaminare le caratteristiche di bilancio più rilevanti per le imprese che diventano vulnerabili. L'analisi suggerisce che, per il campione di imprese dell'indagine SAFE con informazioni di bilancio per il periodo 2010-2021, in media, un incremento di 1 punto percentuale degli interessi pagati (in rapporto ai profitti) aumenta la probabilità di diventare vulnerabile del 12 per cento. Le variazioni di debito, fatturato o profitti hanno un impatto molto minore sulla probabilità di diventare vulnerabili. Ciò suggerisce che gli aumenti dei tassi di interesse, necessari per ridurre l'inflazione da livelli molto elevati, potrebbero incidere sull'attività economica attraverso il loro impatto sulle imprese. Di fatto, come spiegato di seguito, le imprese vulnerabili investono meno di quelle non vulnerabili.

### Grafico C

#### Vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE e relative determinanti



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, BvD Orbis ed elaborazioni della BCE.  
 Note: il grafico mostra i coefficienti di regressione per gli effetti marginali medi, evidenziando l'impatto di fatturato, profitti, spesa per interessi e debito sulla probabilità che un'impresa diventi vulnerabile. La spesa per interessi è misurata come il rapporto tra gli interessi pagati e gli utili al lordo delle imposte; i profitti sono misurati come l'utile netto rispetto alle vendite; per fatturato si intendono le vendite rispetto al totale degli attivi; per debito si intende il totale delle passività rispetto al totale degli attivi. Le regressioni includono effetti fissi per paese, tempo, dimensione dell'impresa e settore industriale. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento. Il campione comprende le imprese che partecipano all'indagine SAFE con bilanci societari per il periodo 2010-2021.

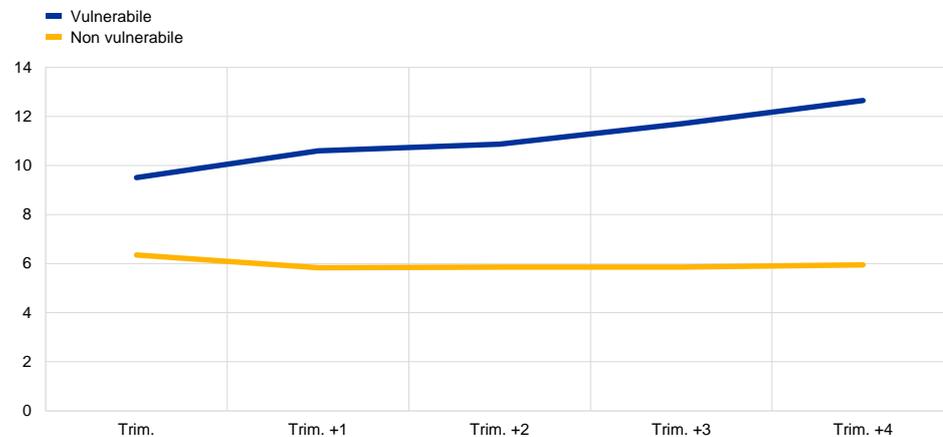
#### Le imprese vulnerabili nell'indagine SAFE hanno maggiore probabilità di avere crediti deteriorati rispetto alle imprese non vulnerabili (cfr. il grafico D).

Nelle edizioni precedenti dell'indagine, in media, circa il 10 per cento delle imprese vulnerabili nell'indagine SAFE aveva già registrato crediti deteriorati nel trimestre in cui sono state intervistate e considerate vulnerabili. Seguendo l'evoluzione delle imprese vulnerabili per quattro trimestri, l'indagine mostra che la quota di imprese vulnerabili con crediti deteriorati aumenta, arrivando, in media, fino al 13 per cento un anno dopo che l'impresa è stata identificata come vulnerabile. Per contro, nelle precedenti edizioni dell'indagine, solo il 6 per cento circa delle imprese non vulnerabili aveva crediti deteriorati e tale quota rimane stabile nei trimestri successivi all'indagine. Questo risultato conferma che la vulnerabilità grava pesantemente sulla capacità di ripagare il servizio del debito da parte delle imprese.

## Grafico D

### Quota di imprese vulnerabili e non vulnerabili con crediti deteriorati

(valori percentuali)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, AnaCredit ed elaborazioni della BCE.

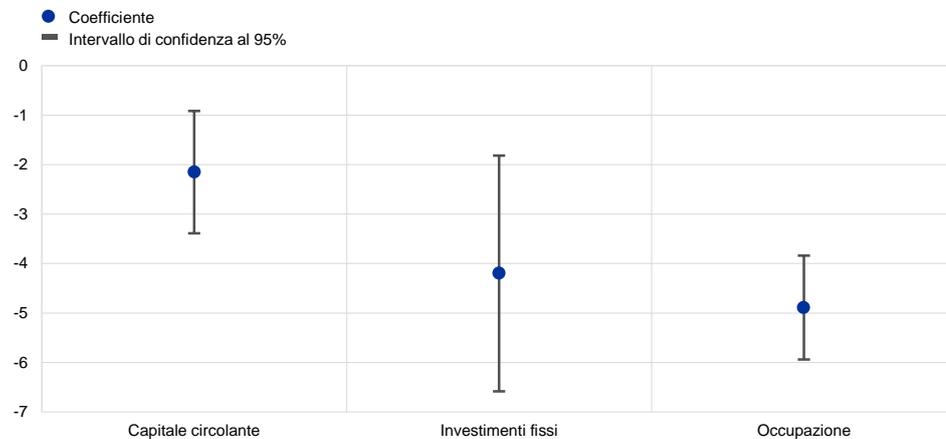
Note: il grafico mostra la quota media di imprese vulnerabili e non vulnerabili con esposizioni deteriorate segnalate in AnaCredit (la centrale dei rischi dell'area dell'euro) nelle edizioni 20 (ottobre 2018-marzo 2019) e 27 (aprile 2022-settembre 2022) dell'indagine. Al punto Trim. il grafico mostra la quota media di imprese con esposizioni deteriorate nell'ultimo trimestre della relativa edizione dell'indagine, per le imprese vulnerabili e non vulnerabili nell'indagine SAFE. Tali imprese sono poi seguite per altri quattro trimestri dopo l'indagine iniziale (da Trim. +1 a Trim. +4).

**I dati di bilancio relativi alle imprese nell'indagine SAFE confermano che la vulnerabilità ha implicazioni per le decisioni future di investimento e di occupazione delle imprese (cfr. il grafico E).** Concentrando l'attenzione sul campione di imprese, incluse nell'indagine SAFE, con informazioni di bilancio per il periodo 2010-2021, semplici regressioni che tengono conto dei fondamentali delle imprese e una serie di effetti fissi mostrano che la vulnerabilità secondo l'indicatore SAFE si associa a una minore detenzione di capitale circolante. Ciò conferma le difficoltà a breve termine delle imprese vulnerabili. Inoltre, la vulnerabilità è associata anche a minori investimenti fissi futuri e a una riduzione dell'occupazione futura. Rispetto alle imprese non vulnerabili, quelle vulnerabili registrano in media un tasso di investimento inferiore di 4 punti percentuali e una crescita dell'occupazione inferiore di 5 punti percentuali. Ciò indica che le variazioni nella fragilità delle imprese, riportate nell'indagine, sono legate a risultati economici reali.

## Grafico E

### Vulnerabilità delle imprese rilevata nell'indagine SAFE e risultati imprenditoriali

(in punti percentuali)



Fonti: indagine SAFE della BCE e della Commissione europea, BvD Orbis ed elaborazioni della BCE.

Note: le regressioni mostrano l'impatto della vulnerabilità delle imprese nel periodo t su capitale circolante, investimenti fissi e occupazione nel periodo t+1. Il capitale circolante è la differenza tra le attività correnti e le passività rispetto al totale degli attivi; gli investimenti sono la variazione delle immobilizzazioni rispetto al totale delle immobilizzazioni; l'occupazione è la variazione del numero di dipendenti rispetto al numero totale di dipendenti. Le regressioni includono controlli a livello di impresa (utili sul totale degli attivi e debito a lungo termine sul totale delle passività) ed effetti fissi per paese, edizione dell'indagine, settore industriale e dimensione dell'impresa. Le linee verticali (baffi) rappresentano intervalli di confidenza al 95 per cento. Il campione comprende le imprese che partecipano all'indagine SAFE con bilanci societari per il periodo 2010-2021.

## 6 Errori nelle previsioni di politica monetaria durante il recente ciclo di inasprimento: evidenze dall'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari

a cura di Yildiz Akkaya Blake, Lea Bitter, Claus Brand e Diogo Sá

**Le informazioni ricavate dall'indagine presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) sulle aspettative degli intervistati circa l'evoluzione futura delle misure di politica monetaria della BCE possono fornire indicazioni sulla fonte degli errori di previsione durante il recente ciclo di inasprimento.**

Da luglio 2022 il Consiglio direttivo ha innalzato i tassi di interesse di riferimento della BCE per un totale di 450 punti base, in risposta alla straordinaria impennata dell'inflazione. Dopo un periodo prolungato di tassi di riferimento prossimi al limite inferiore effettivo, i mercati finanziari e gli analisti si attendevano un andamento dei tassi di interesse molto più piatto di quello realizzatosi in ultima istanza. Di conseguenza, gli errori nelle aspettative di politica monetaria sono stati considerevoli e solo di recente hanno iniziato a ridursi. I dati dell'SMA possono aiutare a determinare se tali errori siano dovuti a un'errata percezione della funzione di reazione della BCE o a errori di calcolo del contesto macroeconomico<sup>1</sup>.

**A partire dalla primavera del 2022, i mercati finanziari e gli analisti hanno previsto in modo relativamente accurato le decisioni immediate del Consiglio direttivo circa i tassi di riferimento, ma hanno commesso errori sostanziali nelle loro previsioni in anticipo di tre riunioni del Consiglio direttivo.**

Utilizzando le aspettative di ciascuna SMA, i rendimenti aggiuntivi ex post, misurati come la differenza tra la curva a termine del tasso a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) e il tasso effettivo sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR), possono essere scomposti in due componenti<sup>2</sup>: a) i premi per il rischio, approssimati dalla differenza tra la curva a termine dell'€STR e le aspettative del tasso sui depositi presso la banca centrale riportate nell'SMA e b) gli errori di previsione, ossia la differenza tra le aspettative di tasso sui depositi presso la banca centrale presenti nell'SMA e l'effettivo tasso sui depositi presso la banca centrale<sup>3</sup>. La scomposizione risultante (cfr. il grafico A) mostra che, nel periodo campione, sia i mercati finanziari sia gli intervistati dell'SMA hanno sottostimato il ritmo del ciclo di rialzo dei tassi di interesse. Nel brevissimo termine (in anticipo di una riunione del Consiglio direttivo), le aspettative di politica monetaria prevedevano con esattezza le decisioni sui tassi di interesse nella maggior parte dei casi. Tuttavia, su un orizzonte più lungo (in anticipo di tre riunioni del Consiglio direttivo), si è registrato un netto aumento degli errori di previsione sulla politica monetaria. Nello

<sup>1</sup> Per ulteriori dettagli sull'SMA, cfr. l'articolo 1, a cura di Brand, C. e Hutchinson, J., *Introduzione all'indagine della BCE presso gli analisti monetari* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> La curva a termine dell'€STR è corretta aggiungendo le aspettative di ciascuna SMA per il differenziale tra il tasso sui depositi presso la banca centrale e l'€STR.

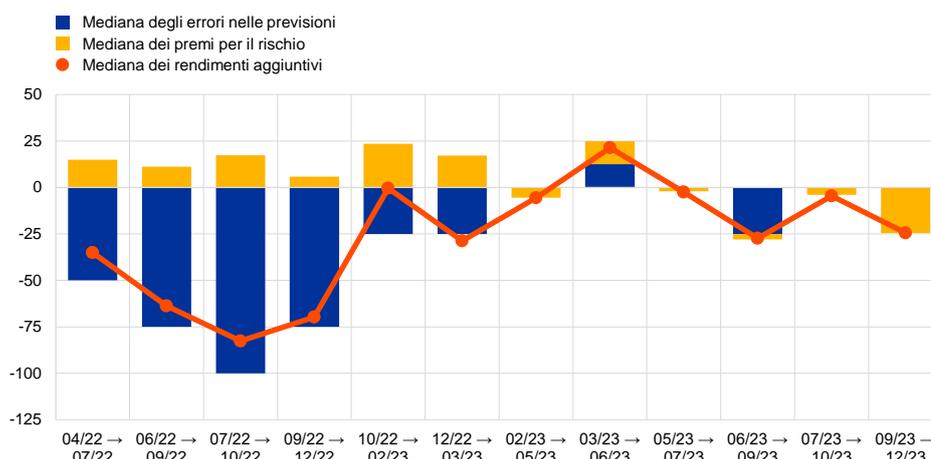
<sup>3</sup> Per una scomposizione comparabile dei rendimenti aggiuntivi, cfr. Schmeling, M., Schrimpf, A. e Steffensen, S.A.M., "Monetary policy expectation errors", *Journal of Financial Economics*, vol. 146, n. 3, dicembre 2022, pagg. 841-858; e Cieslak, A., "Short-Rate Expectations and Unexpected Returns in Treasury Bonds", *The Review of Financial Studies*, vol. 31, n. 9, settembre 2018, pagg. 3265-3306.

specifico, nel corso del 2022, gli intervistati nell'indagine SMA hanno costantemente sottostimato l'andamento dei tassi di riferimento, fino a un punto percentuale.

### Grafico A

Errori di previsione e premi per il rischio basati sull'indagine SMA in anticipo di tre riunioni del Consiglio direttivo

(punti base)



Fonti: indagine SMA ed elaborazioni della BCE.

Note: le previsioni dell'SMA sono utilizzate per scomporre i rendimenti aggiuntivi ex post  $XR$  (misurati come la differenza tra i tassi a termine dell'€STR  $Fwd$  e il tasso effettivo sui depositi presso la banca centrale  $DFR$ ) in premi per il rischio  $RP$  (approssimati dalla differenza tra i tassi a termine dell'€STR e le previsioni dell'SMA del tasso sui depositi presso la banca centrale) ed errori nelle previsioni  $EE$  (la differenza tra le previsioni dell'SMA del tasso sui depositi presso la banca centrale e il tasso sui depositi effettivo).

$$XR_t = Fwd_{t-3,t} - DFR_t = \underbrace{(Fwd_{t-3,t} - DFR_{t-3,t}^{SMA})}_{RP_t} + \underbrace{(DFR_{t-3,t}^{SMA} - DFR_t)}_{EE_t}$$

Ad esempio, "in anticipo di tre riunioni" implica che, alla data di ultimo aggiornamento dei dati dell'SMA prima della riunione del Consiglio direttivo di luglio 2022, siano prese in considerazione le aspettative riguardanti la decisione del Consiglio direttivo di ottobre 2022. Il periodo campione è compreso tra aprile 2022 e dicembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 dicembre 2023.

### L'incertezza del contesto macroeconomico, che si riflette nelle ampie revisioni delle attese sull'inflazione e sul prodotto, ha svolto un ruolo importante nel determinare gli errori relativi alle previsioni di politica monetaria<sup>4</sup>.

L'evidenza econometrica indica che una quota considerevole della sottostima dell'andamento dei tassi di riferimento in anticipo rispetto alle tre successive riunioni del Consiglio direttivo è associata a revisioni delle aspettative sugli andamenti macroeconomici (cfr. il grafico B). Nello specifico, le revisioni delle aspettative macroeconomiche, misurate in questo caso dalle revisioni delle aspettative, presenti nell'SMA, sull'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC e sulla crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali su un orizzonte di quattro trimestri in avanti, sono strettamente legate agli errori di previsione di politica monetaria. Analogamente, le revisioni al rialzo delle attese sul tasso sui depositi presso la banca centrale nel lungo periodo possono contribuire a spiegare tali errori. Pertanto, la sottostima dell'inasprimento delle politiche monetarie è correlata a una costante revisione al rialzo delle aspettative di inflazione e al ribasso delle aspettative di crescita del PIL in termini reali da parte degli intervistati, di riflesso a un contesto economico dominato da shock dal lato dell'offerta che determinano andamenti opposti di inflazione e prodotto. Tali profili di correlazione non possono essere interpretati come la funzione

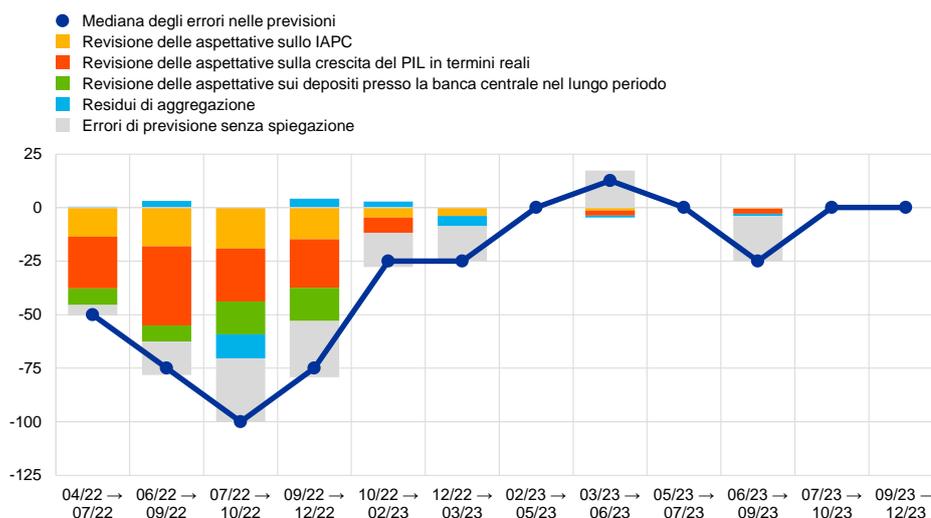
<sup>4</sup> Per un'analisi analoga, ma con coefficienti calibrati, cfr. Bernardini, M. e Lin, A., "Lontano dal limite inferiore: le attese sui tassi ufficiali della BCE e la regola di Taylor", *Questioni di Economia e Finanza*, n. 815, Banca d'Italia, ottobre 2023.

di reazione strutturale di politica monetaria percepita dagli analisti, a causa della natura sporadica del ristretto campione esaminato. Nondimeno, essi suggeriscono che l'andamento delle aspettative macroeconomiche è un fattore chiave per spiegare gli errori di previsione di politica monetaria.

### Grafico B

#### Scomposizione degli errori di previsione in anticipo di tre riunioni del Consiglio direttivo

(punti base)



Fonti: indagine SMA ed elaborazioni della BCE.

Note: gli errori di previsione sono scomposti a livello individuale mediante una regressione di tipo 'pooled' con i minimi quadrati ordinari (OLS) con revisioni di a) aspettative sull'inflazione basata sullo IAPC su un orizzonte di quattro trimestri, b) aspettative sulla crescita del PIL in termini reali su un orizzonte di quattro trimestri in avanti e c) aspettative sul tasso sui depositi presso la banca centrale nel lungo periodo come regressori. Il grafico mostra i contributi mediani di queste tre componenti. I residui di aggregazione sono le differenze tra i valori stimati della regressione e la somma della mediana di queste tre componenti. Gli errori di previsione senza spiegazione sono le differenze tra gli errori di previsione osservati e i valori stimati. I coefficienti sono stimati sulla base del campione delle aspettative individuali dell'SMA da aprile 2022 a settembre 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 14 dicembre 2023.

#### Questa analisi suggerisce che gli intervistati nell'indagine SMA, nel formare le proprie aspettative di politica monetaria, hanno percepito una risposta di politica monetaria sostanzialmente coerente con gli andamenti macroeconomici.

Dall'inizio dei rialzi dei tassi di interesse di riferimento della BCE, sia i rendimenti aggiuntivi sia gli errori di previsione dell'evoluzione del tasso sui depositi presso la banca centrale sono stati prevalentemente negativi, poiché i mercati finanziari e gli analisti hanno sottovalutato il ritmo e l'entità degli aumenti. L'aumento degli errori di previsione è stato principalmente legato alle variazioni delle aspettative macroeconomiche, suggerendo che gli analisti hanno percepito una risposta di politica monetaria sostanzialmente coerente con gli andamenti economici, ma hanno avuto difficoltà a prevedere tali andamenti.

## Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento

a cura di Claus Brand, Noëmie Lisack e Falk Mazelis

**Il tasso di interesse naturale,  $r^*$  (o “r-star”), è definito come il tasso di interesse reale che non è né espansivo né restrittivo<sup>1</sup>.** A seguito della crisi finanziaria mondiale del 2008, i tassi di interesse reali (misurati deducendo le aspettative di inflazione da un tasso di interesse nominale) sono scesi a livelli eccezionalmente bassi nelle economie avanzate, compresa l'area dell'euro, e sono aumentati solo di recente con l'inasprimento della politica monetaria a seguito dell'impennata dell'inflazione successiva alla pandemia.

**Le stime disponibili di  $r^*$  possono essere sostanzialmente classificate come misure di equilibrio a lenta evoluzione o come misure cicliche di stabilizzazione dell'inflazione.** Nel riesame della strategia di politica monetaria del 2021, la BCE ha indicato le misure di equilibrio a lenta evoluzione come le più rilevanti ai fini della valutazione dei rischi che i tassi di riferimento siano vincolati dal loro limite inferiore effettivo. Tali misure riflettono i livelli di equilibrio di lungo periodo, determinati da fattori strutturali, verso i quali gravitano i tassi di interesse reali. Tuttavia, nel corso del ciclo economico le misure a lenta evoluzione non rappresentano un buon indicatore di un tasso di interesse reale naturale a breve termine che elimini le pressioni inflazionistiche e disinflazionistiche. Per misurare l'andamento del tasso naturale nell'arco del ciclo economico è necessario un approccio basato su modelli in grado di assicurare che una banca centrale che monitora  $r^*$  riesca a stabilizzare l'inflazione simultaneamente (secondo il classico modello dinamico stocastico di equilibrio generale - Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE – neok Keynesiano, in assenza di rigidità nominali), oppure nel medio termine (nei modelli econometrici, in assenza di shock imprevisti).

**Le previsioni sulla dinamica di  $r^*$  sono soggette a un'elevata incertezza.**

$r^*$  non è osservabile e la sua stima è soggetta a una serie di problemi legati alla misurazione e alle specifiche del modello. In pratica, le stime di  $r^*$  e la loro interpretazione dipendono sempre dai modelli e dai dati, e pertanto sono soggette a incertezza, sia quella insita nei modelli stessi, sia quella statistica. Nel valutare la dinamica di  $r^*$ , devono essere presi in considerazione i modelli utilizzati e le specifiche della stima. Tra questi rientrano: lo strumento utilizzato per misurare l'orientamento della politica monetaria, la misura della capacità produttiva inutilizzata inclusa nell'analisi, il livello al quale l'inflazione si stabilizza al momento dell'assorbimento della capacità inutilizzata e l'orizzonte temporale entro il quale tale

<sup>1</sup> Nel presente riquadro i termini “naturale” e “neutro” riferiti al tasso di interesse reale sono utilizzati come sinonimi. Per contro, Obstfeld (2023) distingue tra un tasso naturale – ovvero il tasso di interesse reale vigente in un equilibrio di lungo periodo in cui non esistono rigidità dei prezzi – e un tasso neutro, vale a dire il tasso di interesse di riferimento reale che elimina le pressioni inflazionistiche e deflazionistiche. Tuttavia, queste due definizioni si sovrappongono, in quanto le misure neutre così definite identificano il tasso di interesse reale in assenza di rigidità, ossia hanno anch'esse caratteristiche di tasso naturale. Cfr. Obstfeld, M., “Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future”, *NBER Working Paper*, n. 31949, dicembre 2023.

assorbimento si verifica. È altresì rilevante, ai fini della validità statistica delle misure, se nella stima di  $r^*$  il limite inferiore dei tassi di interesse o gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali siano presi in considerazione oppure no.

**Le misure cicliche di  $r^*$  nell'area dell'euro differiscono nelle loro proprietà stabilizzanti dell'inflazione.** Non tutte le misure cicliche offrono proprietà stabilizzanti dell'inflazione auspicabili. Tra le misure cicliche discusse in questo riquadro, solo alcune sono ricavate da modelli econometrici o strutturali che mettono in relazione tra loro una misura basata su un modello del sottoutilizzo della capacità produttiva, il gap di inflazione rispetto all'obiettivo della banca centrale e il differenziale dei tassi reali (la distanza dei tassi reali effettivi da  $r^*$ )<sup>2</sup>. Inoltre, per queste misure econometriche basate su modelli, l'orizzonte temporale entro il quale l'obiettivo di inflazione viene raggiunto può variare notevolmente a seconda dell'entità e della persistenza degli shock. Altre misure, siano esse cicliche o a lenta evoluzione, dipendenti dal modello o basate sulle indagini, hanno proprietà di stabilizzazione dell'inflazione ancora meno note.

**Il contesto economico post-pandemico potrebbe aver aumentato le misure cicliche di  $r^*$ , ma ne ha anche complicato la misurazione.** L'impatto della pandemia, le interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali, i bruschi aumenti dei prezzi dell'energia e le politiche di bilancio più interventiste hanno contribuito a un aumento eccezionale dell'inflazione nel 2021-2022 e, in teoria, possono anche essere associati a un aumento temporaneo delle misure cicliche di  $r^*$ . L'impennata dell'inflazione ha inizialmente abbassato il tasso di interesse reale a breve termine, creando così un ampio differenziale negativo dei tassi reali. In linea di principio, questo differenziale ha favorito un aumento dell'attività economica, alimentando ulteriormente l'inflazione. Inoltre, nella misura in cui la ripresa della domanda aggregata successiva alla pandemia ha superato la capacità produttiva (vincolata da ulteriori shock avversi dal lato dell'offerta), il tasso di interesse reale sarebbe dovuto aumentare al fine di correggere questo eccesso di utilizzo delle capacità, segnalando un  $r^*$  ciclicamente più elevato<sup>3</sup>. Se tale  $r^*$  fosse rilevante e si protraesse oltre l'episodio inflazionistico post-pandemico, ridimensionerebbe al ribasso gli effetti della normalizzazione e dell'inasprimento della politica monetaria a partire dalla fine del 2021. Tuttavia, la normalizzazione dell'offerta negli ultimi anni, come mostra ad esempio il miglioramento dei tempi di consegna, agirebbe nella direzione opposta, riducendo l'incremento di  $r^*$  necessario in equilibrio.

**È improbabile che le misure a lenta evoluzione di  $r^*$  ancorate alle tendenze economiche di lungo periodo siano aumentate di recente.** Se da un lato le misure cicliche di  $r^*$  potrebbero registrare un incremento, è improbabile che quelle di  $r^*$  a lenta evoluzione, che variano solo nell'arco di decenni, siano aumentate,

<sup>2</sup> La misura di  $r^*$  di Laubach e Williams (2003), ampiamente utilizzata, pone una relazione retrospettiva tra il differenziale dei tassi di interesse reali, il sottoutilizzo della capacità produttiva e l'inflazione. La stima di  $r^*$  risultante stabilizza l'inflazione attorno a un parametro di deriva (drift) casuale, ossia a un livello non necessariamente prossimo all'obiettivo di inflazione della banca centrale. Cfr. Laubach, T. e Williams, J.C., "Measuring the Natural Rate of Interest", *Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n. 4, novembre 2003, pagg. 1063-70.

<sup>3</sup> Le misure post-pandemia della capacità inutilizzata si collocano in territorio positivo ove si tenga conto dell'impatto degli shock dal lato dell'offerta sul prodotto potenziale (cfr. il riquadro 3 *Il prodotto potenziale nei periodi caratterizzati da shock temporanei dal lato dell'offerta* nel numero 8/2023 di questo Bollettino).

giacché le loro determinanti economiche di lungo periodo, quali la crescita della produttività, l'evoluzione demografica e l'avversione al rischio, sono rimaste sostanzialmente invariate<sup>4</sup>. La crescita della produttività è rimasta bassa e la transizione demografica sta facendo aumentare i risparmi a livello mondiale in previsione di periodi di pensionamento più lunghi. L'avversione al rischio e la scarsità di attività sicure sono stati fattori importanti alla base del calo di  $r^*$  nell'area dell'euro a seguito della crisi finanziaria mondiale; è tuttavia difficile valutare come l'impatto di questi fattori possa affievolirsi nel tempo.

**Sebbene le stime di  $r^*$  per l'area dell'euro differiscano notevolmente tra serie di modelli, la stima mediana è aumentata di circa 30 punti base rispetto ai livelli osservati a metà del 2019, prima dell'inizio della pandemia (cfr. il grafico A).** Secondo le rilevazioni,  $r^*$  nell'area dell'euro è sceso a livelli prossimi o inferiori allo zero a seguito della crisi finanziaria mondiale<sup>5</sup>. Data l'incertezza che caratterizza le misure di  $r^*$ , il grafico A riporta le evidenze, basate su una serie di modelli e approcci, per la stima di alcune misure di  $r^*$  a lenta evoluzione e di un numero più elevato di misure cicliche di  $r^*$ , tra cui modelli basati sulla struttura per scadenza, modelli semistrutturali, un modello DSGE e stime basate sulle indagini<sup>6</sup>. Di recente la natura eccezionale dello shock pandemico ha complicato le inferenze basate su modelli riguardanti le misure cicliche di  $r^*$ . Molti modelli non sono stati modificati per incorporare tale shock nella stima di  $r^*$ . In alcuni casi, si utilizza una media temporale di  $r^*$  o che tenga conto della volatilità stocastica nell'output gap per assicurare che l'elevata volatilità macroeconomica in questo periodo non si traduca meccanicamente in ampie oscillazioni di  $r^*$ . Fatta salva tale precisazione, le stime aggiornate indicano che nel 2021 il tasso  $r^*$  dell'area dell'euro era entrato in territorio negativo e l'ampiezza dell'intervallo delle stime riflette il grado molto elevato di incertezza dei modelli. Successivamente, le stime indicano che  $r^*$  si è avvicinato ai livelli precedenti la pandemia, sebbene in un intervallo più ristretto prossimo allo zero, principalmente a causa delle variazioni delle misure cicliche. Dalla seconda metà del 2023 le stime ricavate dai modelli basati sulla struttura per scadenza e da quelli semistrutturali (ossia escludendo la stima basata sul modello DSGE, più

---

<sup>4</sup> Per motivi analoghi, Cesa-Bianchi, Harrison e Sajedi (2023) traggono le stesse conclusioni riguardo agli andamenti di  $r^*$  a livello mondiale. Secondo le loro stime, nel recente periodo il tasso  $r^*$  a livello mondiale si è mantenuto attorno o al di sotto dello zero. Cfr. Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. e Sajedi, R., "Global  $R^*$ ", *Staff Working Paper*, n. 990, Bank of England, ottobre 2023.

<sup>5</sup> Cfr. il rapporto 2018 del Gruppo di lavoro sulla modellizzazione econometrica dal titolo "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", *Occasional Paper Series*, n. 217, BCE, Francoforte sul Meno, dicembre 2018.

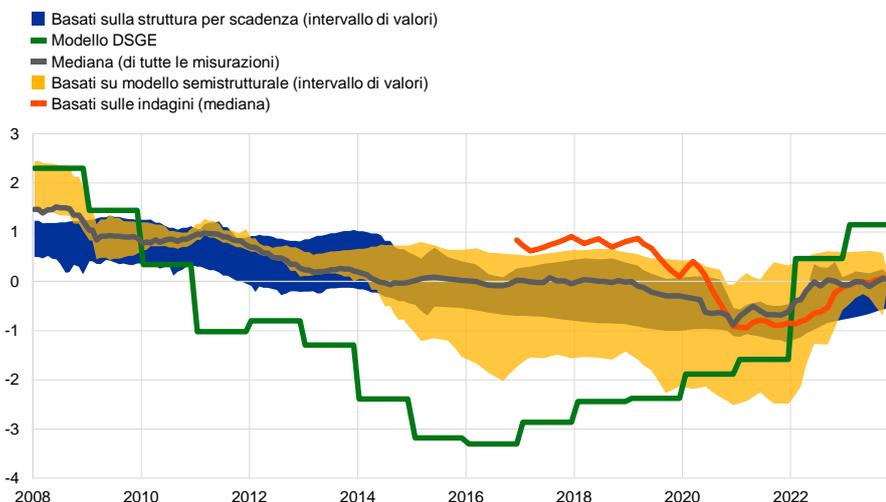
<sup>6</sup> L'intervallo delle stime ottenute tiene conto solo dell'incertezza legata al modello, tralasciando l'incertezza statistica, molto più ampia.

volatile) hanno oscillato entro un intervallo compreso tra circa meno tre quarti di punto percentuale e circa mezzo punto percentuale<sup>7</sup>.

## Grafico A

### Tassi di interesse naturali reali nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: stime dell'Eurosistema, elaborazioni della BCE, Federal Reserve Bank di New York e Consensus Economics. Note: le stime basate sulle indagini comprendono quanto segue: la stima tratta dall'indagine degli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), che rappresenta la mediana delle aspettative di lungo periodo degli intervistati riguardo al tasso sui depositi presso la banca centrale, depurata dalle aspettative di inflazione nel lungo periodo (a partire dal secondo trimestre del 2021); la stima di Consensus Economics, corrispondente al tasso interbancario a tre mesi atteso su un orizzonte di dieci anni, depurato dalle aspettative di inflazione nel lungo periodo. Le stime basate sulla struttura per scadenza sono tratte da Geiger, F. e Schupp, F., "With a little help from my friends: Survey-based derivation of euro area short rate expectations at the effective lower bound", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, n. 27, 2018; Joslin, S., Singleton, K.J. e Zhu, H., "A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models", *Review of Financial Studies*, vol. 24, numero 3, gennaio 2011, pagg. 926-970; Ajevskis, V., "The natural rate of interest: information derived from a shadow rate model", *Applied Economics*, vol. 52(47), luglio 2020, pagg. 5129-5138; e Brand, C., Goy, G. e Lemke, W., "Natural rate chimera and bond pricing reality", *Working Paper Series*, n. 2612, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2021. Le stime semistrutturali sono tratte da Holston, K., Laubach, T. e Williams, J.C., "Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 1063, giugno 2023; Brand, C. e Mazelis, F., "Taylor-rule consistent estimates of the natural rate of interest", *Working Paper Series*, n. 2257, BCE, Francoforte sul Meno, marzo 2019 (compresa la volatilità stocastica dell'output gap, un tasso di interesse a lungo termine, gli effetti degli acquisti di attività e il limite inferiore effettivo); Carvalho, A., "The euro area natural interest rate – Estimation and importance for monetary policy", *Banco de Portugal Economic Studies*, vol. IX, n. 3 (basato su Holston, Laubach e Williams (2023), con e senza aspettative di inflazione); e Grosse-Steffen, C., Lhuissier, S., Marx, M. e Penalver, A., "How to weigh stars? Combining optimally estimates for the natural rate", working paper della Banque de France, di prossima pubblicazione. Le stime basate sul DSGE sono ricavate da Gerali, A. e Neri, S., "Natural rates across the Atlantic", *Journal of Macroeconomics*, vol. 62(C), 2019 (espresse come media mobile a tre anni delle stime). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2023 per Holston, Laubach e Williams (2023), Ajevskis (2020), Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx e Penalver (di prossima pubblicazione), Carvalho (2023), Geiger e Schupp (2018); tutte le altre stime sono riferite al quarto trimestre del 2023.

**Nel complesso, l'incertezza dei modelli complica la misurazione di  $r^*$  e il suo utilizzo come indicatore utile a fini di politica monetaria. Sebbene le misure**

<sup>7</sup> A titolo di confronto, anche per gli Stati Uniti le evidenze contrastanti sugli andamenti di  $r^*$  sottolineano l'incertezza dei modelli. Secondo il modello DSGE della Federal Reserve di New York, tra giugno 2022 e marzo 2023 il tasso naturale nominale a breve termine è aumentato più del tasso sui Federal Funds (cfr. Baker, K., Casey, L., del Negro, M., Gleich, A. e Nallamotu, R., "The Post-Pandemic  $r^*$ ", *Liberty Street Economics*, agosto 2023; e Baker, K., Casey, L., del Negro, M., Gleich, A. e Nallamotu, R., "The Evolution of Short-Run  $r^*$  after the Pandemic", *Liberty Street Economics*, agosto 2023). Tuttavia, questo risultato rimane discutibile, in quanto le stime aggiornate di Lubik e Matthes (2015) e quelle di Holston, Laubach e Williams (2023) si muovono in direzioni opposte. Queste ultime utilizzano un modello semistrutturale che ipotizza  $r^*$  coerente con l'inflazione non accelerata, mentre le prime non impongono proprietà di stabilizzazione dell'inflazione e definiscono  $r^*$  come la previsione di lungo periodo del tasso reale a breve termine in un modello autoregressivo vettoriale con parametri variabili nel tempo. Tale discrepanza, rilevabile nelle stime recenti per gli Stati Uniti, evidenzia anche la considerevole incertezza dei modelli che caratterizza le misurazioni di  $r^*$ . Cfr. Lubik, T.A. e Matthes, C., "Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief*, n. 15-10 ottobre 2015; e Holston, K., Laubach, T. e Williams, J.C., "Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 1063, giugno 2023.

cicliche di  $r^*$  dell'area dell'euro siano aumentate, è improbabile che le stime a lenta evoluzione ancorate agli andamenti economici di lungo periodo registrino incrementi. Le stime variano notevolmente e riflettono un elevato grado di incertezza nei modelli, nonché differenze nelle proprietà di stabilizzazione dell'inflazione legate allo specifico modello utilizzato. Benché tali caratteristiche complichino notevolmente l'uso con frequenze elevate delle stime di  $r^*$  come indicatore utile per la politica monetaria, gli andamenti tendenziali delle stime  $r^*$  continuano a segnalare il rischio che i tassi di interesse nominali diventino, in futuro, vincolati dal loro limite inferiore effettivo.

## 8 Misure di bilancio in risposta allo shock energetico e inflazionistico e ai cambiamenti climatici

a cura di Marien Ferdinandusse e Mar Delgado-Téllez

**Il presente riquadro riporta stime e proiezioni sulle misure di bilancio discrezionali adottate dai governi dell'area dell'euro in risposta alla crisi energetica, all'inflazione elevata e ai cambiamenti climatici, aggiornate sulla base delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.**

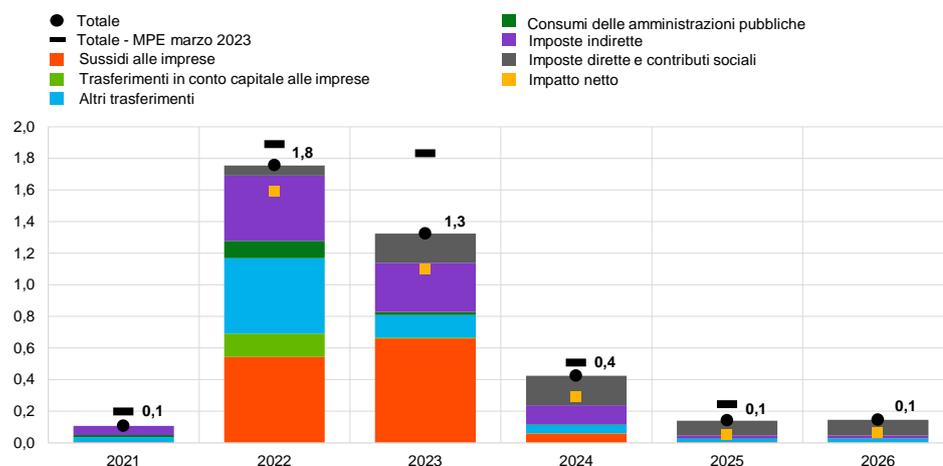
**Le misure di bilancio discrezionali, adottate a sostegno delle famiglie e delle imprese in risposta agli shock causati dal rincaro dei prezzi dei beni energetici e dall'inflazione elevata, dovrebbero in gran parte cessare nei prossimi anni.**

Si stima che ammontino all'1,3 per cento del PIL nel 2023, in calo rispetto all'1,8 del 2022, e che rimarranno sotto lo 0,5 per cento annuo nell'orizzonte temporale di proiezione 2024-2026 (cfr. il grafico A). Nello specifico, circa due terzi delle misure di sostegno in vigore nel 2023 dovrebbero giungere a scadenza nel 2024 e un ulteriore 20 per cento nel 2025. Le restanti misure dovrebbero rimanere in vigore nel 2026. Per quanto riguarda la tipologia, nel 2023 quasi la metà delle misure era costituita da sussidi alle imprese, dei quali più della metà connessi ai massimali di prezzo per l'energia in Germania, Francia e Paesi Bassi. La quota di sussidi alle imprese sul totale delle misure di sostegno adottate per contrastare il rincaro dei beni energetici e l'inflazione dovrebbe diminuire considerevolmente nel 2024 ed essere trascurabile a partire dal 2025.

### Grafico A

Misure di bilancio discrezionali nell'area dell'euro in risposta al rincaro dei beni energetici e all'inflazione – per strumento

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema e sui dati desunti dai questionari di bilancio del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPF) del SEBC.

**I costi di bilancio delle misure di sostegno adottate per contrastare il rincaro dei beni energetici e l'inflazione a livello dell'area dell'euro sono stati rivisti al ribasso nelle proiezioni formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema, considerato che i prezzi dei beni energetici sono inferiori alle attese formulate all'inizio del 2023<sup>1</sup>.** Rispetto all'esercizio condotto a marzo dagli esperti della BCE, tali costi sono stati rivisti al ribasso per il 2022 e, in particolare, per il 2023. Ciò riflette in parte un calo dei prezzi dei beni energetici più marcato del previsto, che ha reso tali misure meno costose (cfr. il grafico A)<sup>2</sup>. Per il 2024 l'impatto in termini di bilancio è sostanzialmente in linea con le proiezioni formulate nell'esercizio di marzo 2023. Molti paesi dell'area dell'euro hanno confermato le misure attuali o introdotto nuove misure nei bilanci per il 2024. Tuttavia, tale effetto è ampiamente compensato dalla scadenza del massimale di prezzo per l'energia in Germania, che terminerà alla fine del 2023 anziché ad aprile 2024, in seguito alla sentenza della Corte costituzionale in merito all'utilizzo dei crediti di emergenza<sup>3</sup>. Per l'intero orizzonte temporale di proiezione i costi di bilancio delle misure di compensazione sono stati rivisti al ribasso di circa 0,7 punti percentuali del PIL.

**Mentre l'entità delle misure di sostegno per contrastare il rincaro energetico e l'inflazione elevata si riduce nel tempo, la quota finanziata dalle misure discrezionali aumenta.** Le misure discrezionali di finanziamento sono costituite prevalentemente da: a) imposte sui profitti eccezionali delle società fornitrici di energia; e b) aumenti delle imposte sull'energia o riduzione dei sussidi alle imprese<sup>4</sup>. Le misure di finanziamento dovrebbero comprendere più della metà delle restanti misure di sostegno nel 2025 e nel 2026. Tenuto conto delle limitate dimensioni complessive, si tratta di una percentuale notevolmente più elevata rispetto agli anni precedenti.

---

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 9 *Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 9 *Aggiornamento sulle risposte delle politiche di bilancio nell'area dell'euro alla crisi energetica e all'inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino. Stime precedenti relative alle misure di bilancio compensative sono reperibili nel riquadro 7 *La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico* nel numero 5/2022 di questo Bollettino e nell'articolo 1 *Politiche di bilancio e inflazione elevata* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

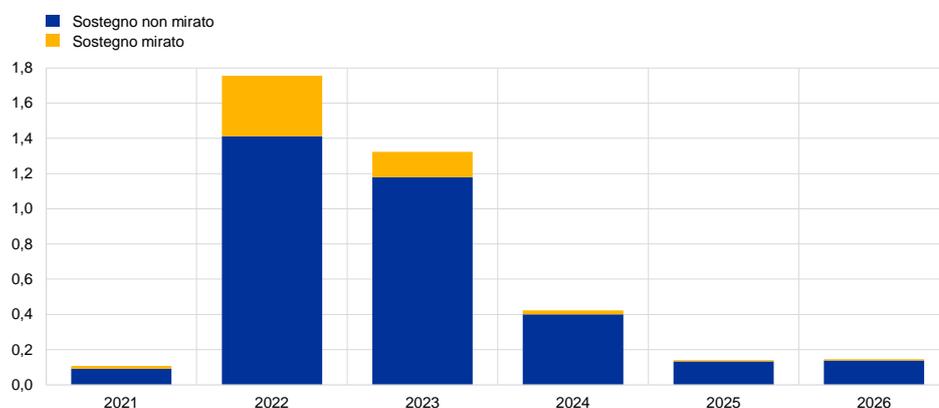
<sup>3</sup> In alcuni paesi, nell'ambito della predisposizione del bilancio per il 2024 sono state introdotte nuove misure, o prorogate quelle esistenti, dopo la data di ultimo aggiornamento delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023.

<sup>4</sup> Secondo le proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2023, i paesi dell'area dell'euro dovrebbero maturare ricavi totali nell'orizzonte temporale di proiezione pari a circa lo 0,1 per cento del PIL, in gran parte nel 2023.

## Grafico B

### Destinazione delle misure di bilancio discrezionali in risposta al rincaro dei beni energetici e all'inflazione

(in percentuale del PIL dell'area dell'euro)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE basate sulle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema e sui dati desunti dai questionari di bilancio del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPFF) del SEBC.

Nota: le misure mirate indicano quelle volte a sostenere direttamente le famiglie sulla base di criteri condizionati al reddito ben definiti, cfr. il riquadro 7 *La risposta delle politiche di bilancio dell'area dell'euro alla guerra in Ucraina e il suo impatto macroeconomico* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

**Considerando l'area dell'euro nel suo insieme, la quota delle misure mirate è rimasta molto bassa. In prospettiva, con il venir meno della crisi energetica, tali misure dovrebbero essere quasi completamente indifferenziate.**

Per contrastare lo shock ai prezzi dei beni energetici sono state attuate misure di compensazione mirate ai prezzi al dettaglio, quali i massimali di prezzo per l'energia e altre misure a beneficio sostanzialmente di tutte le famiglie o imprese.

Pur garantendo una compensazione generalizzata, tali misure hanno tuttavia comportato costi di bilancio notevolmente più elevati rispetto ad altre misure di sostegno più mirate, quali i trasferimenti alle famiglie a basso reddito. La revoca dei massimali di prezzo, e la conseguente riduzione delle dotazioni di bilancio per la compensazione del rincaro dei beni energetici e dell'inflazione elevata, dovrebbero coincidere con un calo della quota delle misure mirate in percentuale del PIL dell'area dell'euro (cfr. il grafico B). È opportuno notare che il numero aggregato per l'area dell'euro cela un elevato grado di eterogeneità tra i vari paesi. In particolare, diversi paesi più piccoli hanno fatto maggiormente ricorso alle misure mirate, ma ciò non si evince nell'aggregato dell'area dell'euro data la loro mancanza di peso.

Tuttavia, anche in una media non ponderata delle quote per paese, le misure mirate rappresenterebbero solo circa un quinto del totale nel 2025 e nel 2026.

**La diminuzione graduale delle misure di compensazione energetica si manifesta nella riduzione delle misure di bilancio discrezionali dannose per l'ambiente.**

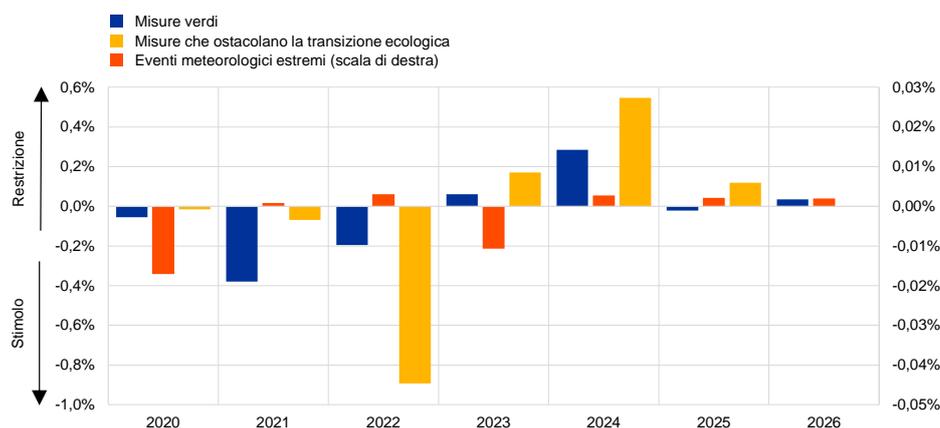
Le misure di compensazione energetica che influenzano il prezzo dei beni energetici o incentivano in altro modo l'utilizzo dei combustibili fossili, quali, ad esempio, i massimali di prezzo o le riduzioni delle imposte sull'energia, sono classificate come ostacoli alla transizione ecologica. Per contro, non rientrano in tale classificazione le misure di compensazione energetica che non influenzano gli incentivi al consumo di combustibili a base di carbonio, quali i trasferimenti sociali. La maggior parte delle misure legate al clima sono di ostacolo alla transizione

ecologica (cfr. il grafico C), tuttavia, pur avendo superato le misure verdi negli ultimi anni, esse sono gradualmente venute meno nel 2023 e tale andamento dovrebbe proseguire nell'orizzonte temporale di proiezione<sup>5</sup>.

### Grafico C

#### Misure di bilancio discrezionali legate al clima

(in percentuale del PIL)



Fonte: SEBC.

Note: il grafico mostra l'impatto sul saldo di bilancio delle misure discrezionali legate al cambiamento climatico e incorporate nelle proiezioni formulate a dicembre 2023 dagli esperti dell'Eurosistema. Una misura di bilancio, dal lato delle entrate o della spesa, viene annoverata tra le politiche in materia di cambiamenti climatici se ha un impatto positivo (verde) o dannoso sulla prevenzione o sull'adattamento a essi, oppure se compensa gli effetti di eventi meteorologici estremi. Cfr. anche il riquadro 5 *Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi* nel numero 1/2023 di questo Bollettino e il riquadro 4 *Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici* in questo numero del Bollettino.

<sup>5</sup> Cfr. anche il riquadro 5 *Le politiche climatiche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE e l'impatto macroeconomico delle misure di bilancio verdi* nel numero 1/2023 di questo Bollettino e il riquadro 4 *Valutazione degli effetti macroeconomici delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici* in questo numero del Bollettino.

# Articolo

## 1 Le policy dell'Eurosistema in risposta all'evoluzione dei pagamenti al dettaglio

a cura di Patrick Papsdorf e Karine Themejian

### 1 Introduzione

**I pagamenti al dettaglio, ovvero quelli effettuati tra consumatori, imprese e pubbliche amministrazioni, stanno subendo profondi cambiamenti idonei a rimodellare il panorama europeo dei pagamenti.** La digitalizzazione svolge un ruolo di primo piano in questo contesto, con la tendenza a un maggiore utilizzo di strumenti di pagamento alternativi al contante, all'istantaneità e a un'esperienza di pagamento realmente fluida. L'utilizzo di nuove tecnologie agevola lo sviluppo e l'offerta di numerose soluzioni di pagamento innovative caratterizzate anche dalla necessità di rafforzare i casi di utilizzo a livello mondiale e transfrontaliero, nonché dal fatto che possono essere introdotte su scala globale<sup>1</sup>. Queste tendenze e sviluppi non sono determinati solo dagli operatori esistenti nel mercato dei pagamenti. Il settore dei pagamenti, infatti, attrae anche start-up, così come imprese consolidate che si affacciano per la prima volta al mondo dei pagamenti.

**Dal punto di vista dell'Eurosistema questi sviluppi richiedono molteplici interventi finalizzati a garantire un mercato dei pagamenti al dettaglio in euro sicuro, integrato, innovativo e competitivo, con un accesso costante alla moneta pubblica.** L'Eurosistema, ossia la Banca centrale europea (BCE) e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro, ha il mandato di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento in una prospettiva olistica. Dal punto di vista dei pagamenti al dettaglio, questo si traduce nel garantire che cittadini e imprese, nella loro concreta interazione con l'euro, siano in grado di effettuare pagamenti sicuri ed efficienti, preservando in tal modo la loro fiducia nella moneta. A tal fine, l'Eurosistema è responsabile dell'emissione di moneta pubblica, attualmente sotto forma di contante, eventualmente integrata da una versione digitale, ossia l'euro digitale. Inoltre, l'Eurosistema può agire: a) quale catalizzatore del cambiamento, promuovendo l'efficienza nel settore dei pagamenti al dettaglio; b) in qualità di autorità di sorveglianza che definisce le regole e gli standard per i pagamenti al dettaglio, assicurandone la conformità, e c) in qualità di operatore, con la possibilità di realizzare infrastrutture pubbliche. Le tendenze in atto nel panorama dei pagamenti al dettaglio sono potenzialmente in grado di apportare benefici sia ai consumatori sia alle imprese. Tuttavia, esse comportano anche rischi che richiedono un intervento dell'Eurosistema nell'ambito delle sue diverse funzioni.

---

<sup>1</sup> Cfr. Panetta, F., "Estendere i vantaggi delle tecnologie digitali ai pagamenti transfrontalieri", *Il Blog della BCE*, BCE, 31 ottobre 2023.

Il presente articolo esamina i cambiamenti nell'ecosistema dei pagamenti al dettaglio (cfr. la sezione 2), per poi passare in rassegna l'articolata risposta dell'Eurosistema sul piano delle policy (cfr. la sezione 3) e fornire prospettive per il percorso futuro (cfr. la sezione 4).

## 2 L'evoluzione dell'ecosistema dei pagamenti al dettaglio

**La digitalizzazione sta trasformando il nostro modo di vivere, comunicare, consumare e interagire con il sistema finanziario, con particolare riguardo alle modalità di pagamento.** Sempre più spesso i consumatori si aspettano che le imprese offrano servizi online, disponibili idealmente ventiquattro ore al giorno, sette giorni alla settimana, e di poter effettuare operazioni di pagamento, anche online, utilizzando il loro metodo di pagamento preferito. Analogamente, i consumatori si aspettano di poter scegliere, presso i punti vendita, tra metodi di pagamento in contanti e diversi dal contante, e persino di pagare in modalità contactless, ad esempio utilizzando un portafoglio digitale tramite dispositivo mobile<sup>2</sup>. Nel contempo, gli stessi si aspettano che i pagamenti siano rapidi e non richiedano lunghi tempi di attesa per l'autorizzazione, con la consapevolezza che i dati di pagamento siano protetti, che l'intero processo di acquisto sia sicuro e che le commissioni sulle operazioni siano basse o inesistenti. Se da un lato tali aspetti sono certamente condivisi da molte imprese, dall'altro essi richiedono investimenti e il sostegno dei prestatori di servizi di pagamento.

**I cambiamenti nell'ecosistema dei pagamenti al dettaglio sono determinati da una serie di fattori.** Oltre alle preferenze e alle esigenze di consumatori e imprese (cfr. il riquadro 1), i cambiamenti nell'ecosistema dei pagamenti al dettaglio sono influenzati anche da altri fattori. Di seguito sono elencati i più rilevanti. In primo luogo, una maggiore interazione e integrazione a livello mondiale racchiude del potenziale per lo sviluppo di soluzioni di pagamento al dettaglio transfrontaliere idonee a far fronte a una varietà di casi d'uso. In secondo luogo, le crisi e gli sviluppi geopolitici possono determinare un'accelerazione delle tendenze in atto. La pandemia di coronavirus, ad esempio, ha accresciuto la necessità di pagamenti online e contactless, mentre la maggiore consapevolezza della crisi climatica ha sollecitato istanze di elaborazione sostenibile dei pagamenti; gli sviluppi geopolitici hanno richiamato l'attenzione su potenziali malfunzionamenti operativi e rischi cibernetici (in particolare interruzioni dell'approvvigionamento energetico, dipendenza dalla catena di approvvigionamento e aumento del rischio di attacchi informatici). In terzo luogo, le attività normative volte a promuovere l'innovazione dei pagamenti e ad affrontare i rischi per i pagamenti al dettaglio (come il rischio di frode) stanno plasmando tale settore. Esempi di queste attività, per citarne solo

---

<sup>2</sup> Il glossario dell'euro digitale della BCE definisce il punto vendita come un luogo fisico in cui beni e servizi sono venduti e pagati, come negozi e ristoranti.

alcune, sono le recenti iniziative normative dell'UE nel settore delle crypto-attività, della resilienza operativa digitale e dei pagamenti istantanei<sup>3</sup>.

**Gli sviluppi tecnologici sono uno dei principali fattori che favoriscono l'evoluzione dei pagamenti al dettaglio.** Internet ha permesso a tutti di collegarsi e di effettuare acquisti e pagamenti online. L'ampia disponibilità di dispositivi intelligenti e lo sviluppo di tecnologie contactless per i pagamenti in prossimità si sono poi combinati dando luogo a pagamenti mobili contactless. Inoltre, l'aumento della potenza di calcolo ha determinato enormi guadagni in termini di capacità e velocità, favorendo pagamenti al dettaglio più rapidi e meno costosi. Le applicazioni di intelligenza artificiale possono essere utilizzate, ad esempio, per contribuire a individuare operazioni e modalità di pagamento anomale, in un'ottica di prevenzione delle frodi. Tuttavia, anche questa tecnologia non è esente da preoccupazioni, legate, ad esempio, al suo utilizzo in attacchi informatici sofisticati come il phishing. Nonostante alcuni timori riguardanti, in particolare, la capacità di gestire celermente volumi elevati di attività, alcuni ritengono che la tecnologia a registro distribuito possa apportare benefici all'elaborazione dei pagamenti, facilitando il pagamento dei servizi in streaming, i micropagamenti e la programmabilità<sup>4</sup>.

**L'innovazione tecnologica nel settore dei servizi finanziari, compresi i pagamenti al dettaglio, è trainata da una molteplicità di operatori.** Il Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board, FSB) utilizza l'espressione fintech per indicare "l'innovazione nei servizi finanziari resa possibile dalla tecnologia che può dar luogo a modelli imprenditoriali, applicazioni, processi o prodotti nuovi con un effetto rilevante sui mercati, sulle istituzioni e sull'offerta di servizi finanziari"<sup>5</sup>. Ciò significa che l'innovazione può essere trainata sia dagli operatori di pagamento già presenti sul mercato (cosiddetti "incumbents") sia dalle imprese non finanziarie che si stanno espandendo nel settore dei servizi finanziari, ovvero da imprese completamente nuove (start-up). Le motivazioni che spingono le imprese a operare nel settore dei pagamenti al dettaglio variano considerevolmente. Le imprese possono mirare a proteggere o ad aumentare le quote di mercato esistenti o persino a offrire una maggiore varietà di servizi ai loro clienti. In alternativa, le stesse potrebbero voler sfruttare la catena del valore, ottenere l'accesso ai dati sui pagamenti o entrare nel mercato dei pagamenti esistente con nuovi modelli imprenditoriali e con l'ambizione di affrontare inefficienze o carenze.

**Un'altra prospettiva per descrivere l'evoluzione dell'ecosistema è quella di esaminare i servizi finanziari offerti e in che modo essi siano influenzati, in particolare, dalla tecnologia.** I servizi finanziari, quali quelli di pagamento,

<sup>3</sup> Cfr. a) il Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle crypto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937 (GU L 150 del 9.6.2023, pag. 40); b) il Regolamento (UE) 2022/2554 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011 (GU L 333 del 27.12.2022, pag. 1); e c) la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 260/2012 e (UE) 2021/1230 per quanto riguarda i bonifici istantanei in euro (COM/2022/546).

<sup>4</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo 1 *Il regolamento in moneta di banca centrale di operazioni all'ingrosso a fronte dell'innovazione tecnologica* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

<sup>5</sup> Cfr. il sito Internet del Financial Stability Board all'indirizzo [www.fsb.org](http://www.fsb.org).

se associati con gli sviluppi tecnologici, subiranno un'evoluzione. Ad esempio, i pagamenti sotto forma di bonifici si sono arricchiti con l'opzione dei pagamenti istantanei, che possono essere effettuati dagli utenti finali 24 ore su 24 e regolati in pochi secondi con irrevocabilità. Si tratta di uno sviluppo importante in quanto i pagamenti in tempo reale erano in precedenza disponibili solo nel mercato all'ingrosso, ossia per le istituzioni finanziarie che partecipano ai sistemi di regolamento lordo in tempo reale. Le cripto-attività costituiscono un diverso esempio di impatto tecnologico. I termini utilizzati in tale ambito sono spesso simili a quelli applicati ai servizi finanziari, sebbene le stesse siano solitamente soggette a regolamentazione e sorveglianza meno stringenti o non siano (ancora) regolamentate. Con riguardo alle cripto-attività, vale la pena notare che quelle non garantite (cosiddette "unbacked") mostrano un'elevata volatilità di prezzo a causa della loro mancanza di valore intrinseco. Non sono quindi adatte alla funzione di pagamento e sono solo uno strumento speculativo, spesso assimilato al gioco d'azzardo<sup>6</sup>.

#### **L'evoluzione dei pagamenti al dettaglio porta con sé opportunità e sfide.**

La digitalizzazione, oltre a sbloccare guadagni di efficienza e migliorare la competitività degli operatori che vi fanno ricorso, può consentire agli utenti finali di avvalersi di soluzioni di pagamento più facili da usare e potenzialmente più sicure, nonché contribuire al rafforzamento dell'inclusione finanziaria. La stessa potrebbe, tuttavia, introdurre una frammentazione nel mercato dei pagamenti al dettaglio in euro qualora le soluzioni di pagamento innovative vengano sviluppate come soluzioni a circuito chiuso, ovvero utilizzabili solo in un ecosistema specifico senza alcun margine di interoperabilità. La digitalizzazione, inoltre, può comportare il rischio di esclusione di persone vulnerabili che, per varie ragioni, potrebbero non essere in grado di trarre vantaggio da soluzioni di pagamento innovative volte a garantire la sicurezza e l'efficienza dei pagamenti al dettaglio. Infine, quanto più numerose sono le interconnessioni e le infrastrutture digitali, tanto maggiore risulterà l'esposizione agli attacchi informatici<sup>7</sup>.

## **Riquadro 1**

### **Andamenti delle abitudini e delle preferenze dei consumatori**

---

Il monitoraggio dell'andamento delle abitudini e delle preferenze di pagamento dei consumatori costituisce per la BCE uno strumento attraverso cui contribuire a garantire agli utenti la libertà di scelta della modalità di pagamento. La BCE, pertanto, conduce regolarmente uno studio sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro (Study on the payment attitudes of consumers in the euro area, SPACE) per comprendere come i consumatori utilizzino i diversi metodi di pagamento e per conoscerne preferenze e percezioni con riguardo all'accesso a tali mezzi di pagamento e all'accettazione degli stessi.

Sebbene il contante svolga un ruolo significativo nei pagamenti dei consumatori nell'area dell'euro, il suo utilizzo sembra diminuire gradualmente, con il passaggio a metodi di pagamento elettronico

<sup>6</sup> Cfr. Panetta, F., "[Caveat emptor does not apply to crypto](#)", *Il blog della BCE*, BCE, 5 gennaio 2023.

<sup>7</sup> Cfr. Panetta, F., "[Adapting to the fast-moving cyber-threat landscape: no room for complacency](#)", osservazioni introduttive alla settima riunione del Comitato di ciberresilienza dell'euro per le infrastrutture finanziarie paneuropee, Francoforte sul Meno, 1° giugno 2022.

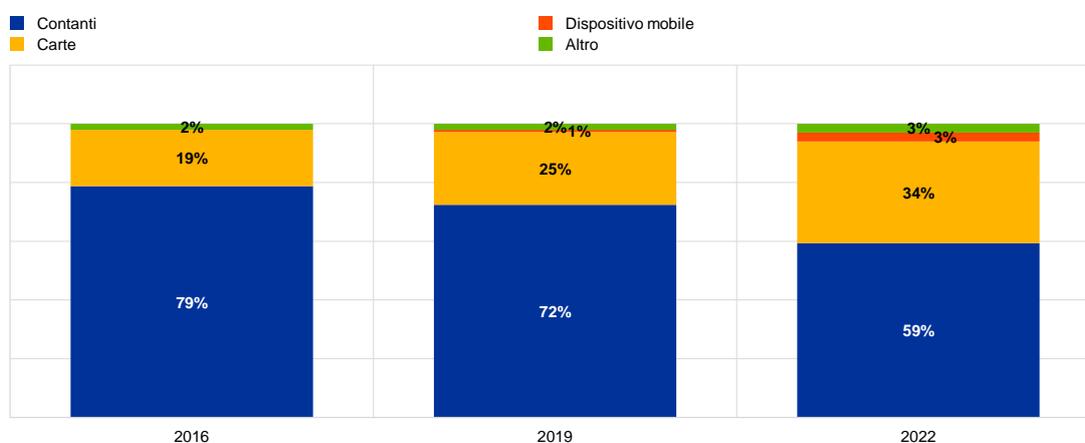
accelerato dalla pandemia. Esso resta il metodo di pagamento più utilizzato per le operazioni sia presso i punti vendita sia tra persone fisiche. Il grafico A mostra che nel 2022 il contante è stato utilizzato per il 59 per cento delle operazioni presso i punti vendita, in calo rispetto al 72 per cento del 2019 e al 79 per cento del 2016<sup>8</sup>. In termini di valore, nello stesso anno, le carte rappresentano per la prima volta una quota di pagamenti più elevata (46 per cento) nei punti vendita, rispetto al contante (42 per cento).

### Grafico A

Quota di strumenti di pagamento utilizzati presso i punti vendita in termini di numero e valore delle transazioni nell'area dell'euro nel periodo 2016-2022

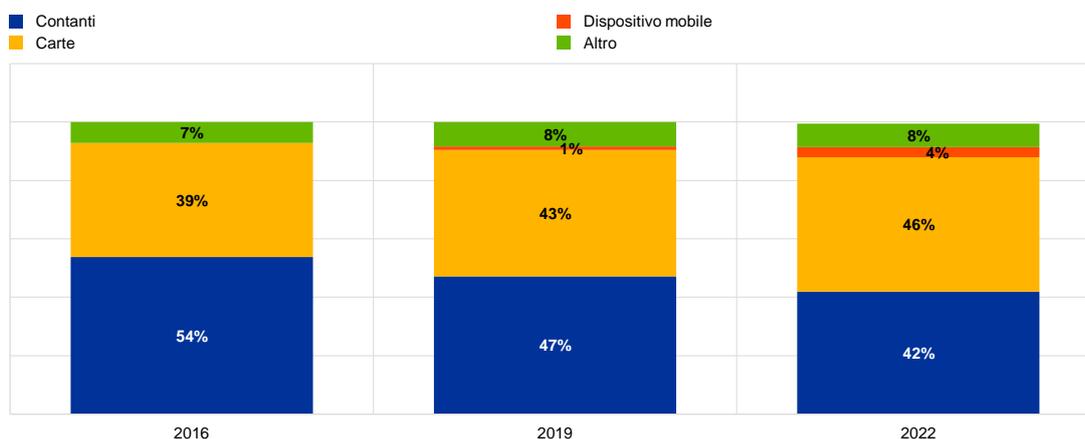
#### a) Numero di operazioni

(valori percentuali)



#### b) Valore delle operazioni

(valori percentuali)



Fonti: studio della BCE sulle abitudini di pagamento dei consumatori nell'area dell'euro (2022); elaborazioni basate su De Nederlandsche Bank e Dutch Payments Association (2020 e 2022) e su Deutsche Bundesbank (2018 e 2022).

Note: la voce "Altro" comprende assegni bancari, bonifici, punti fedeltà, buoni e carte regalo, nonché altri strumenti di pagamento. Eventuali mancate quadrature nei valori percentuali sono da attribuire agli arrotondamenti.

Questo cambiamento nelle modalità di pagamento è influenzato anche da un aumento dei pagamenti online per gli acquisti quotidiani dei consumatori, in termini sia di volume sia di valore.

<sup>8</sup> Cfr. *Study on the payments attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, BCE, dicembre 2022.

Per quanto riguarda i pagamenti elettronici, l'incremento maggiore è stato registrato sui pagamenti tramite dispositivo mobile, presenti tuttavia in misura ancora contenuta, e sulle carte. Nel caso di queste ultime, i pagamenti contactless presso il punto vendita hanno registrato un'impennata e rappresentano il 62 per cento di tutti i pagamenti effettuati con carta nel 2022. La comodità dei pagamenti contactless sembra essere uno dei principali vantaggi dell'utilizzo delle carte, oltre al fatto che i consumatori non sono costretti a trasportare contante e che tali pagamenti sono percepiti come più rapidi. A fini di pagamento, le cripto-attività sembrano essere utilizzate solo da un numero molto ridotto di consumatori.

Nonostante la tendenza a utilizzare strumenti di pagamento alternativi al contante e la dichiarata preferenza per le carte presso i punti vendita, la maggioranza dei consumatori ha espresso il desiderio di mantenere il contante come opzione di pagamento. Nel 2022 il 60 per cento ha ritenuto importante l'opzione del pagamento in contanti, con un aumento di 5 punti percentuali rispetto al 2019. Il contante è preferito in particolare per l'anonimato e la tutela della privacy che è in grado di garantire, ma anche per l'implicita percezione che esso renda i consumatori più consapevoli dell'entità della spesa.

---

### 3 Le risposte di policy dell'Eurosistema

**Nell'ambito del proprio mandato, l'Eurosistema considera l'evoluzione dei pagamenti al dettaglio da diversi punti di vista, come parte integrante di una risposta di policy di ampio respiro.** Uno dei principali compiti statutari

dell'Eurosistema è quello di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. In tale contesto, l'Eurosistema monitora attivamente e valuta gli sviluppi nel settore dei pagamenti al dettaglio, nell'area dell'euro e a livello mondiale.

Il presente articolo si focalizza su una prospettiva di policy e non prende in considerazione le azioni intraprese dall'Eurosistema nella sua veste di gestore, in particolare la sua offerta di servizi per il regolamento dei pagamenti istantanei al dettaglio attraverso il servizio TARGET Instant Payment Settlement.

#### La risposta dell'Eurosistema in veste di catalizzatore

**Sono necessari ulteriori interventi per realizzare un mercato dei pagamenti al dettaglio in euro integrato, innovativo e competitivo.** Nonostante i progressi compiuti nell'Area unica dei pagamenti in euro (Single Euro Payments Area, SEPA), manca ancora una soluzione con una governance a livello europeo per i pagamenti presso i punti vendita e nell'ambito del commercio elettronico. La migrazione alla SEPA è stata realizzata per i bonifici e gli addebiti diretti in euro ai sensi del regolamento SEPA cosiddetto "end-date", che fissava il termine ultimo per la migrazione dei bonifici e degli addebiti diretti in euro verso la piattaforma paneuropea<sup>9</sup>. In considerazione dell'aumento della domanda di pagamenti

---

<sup>9</sup> Regolamento (UE) n. 260/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012 che stabilisce i requisiti tecnici e commerciali per i bonifici e gli addebiti diretti in euro e che modifica il regolamento (CE) n. 924/2009. I nuovi schemi paneuropei hanno sostituito quelli nazionali nell'area dell'euro il 1° agosto 2014.

istantanei, alla fine del 2017 è stato introdotto uno schema per i bonifici istantanei SEPA in euro. Tuttavia, la migrazione alla SEPA rimane incompleta sotto alcuni aspetti: permangono casi rilevanti di pratiche illegali di discriminazione dell'IBAN, che impediscono al pagatore di utilizzare un conto di pagamento emesso in un altro paese SEPA. Inoltre, il progetto SEPA non si è concretizzato con riguardo ai pagamenti con carta. Come osservato nel riquadro 1, le carte sono uno strumento di pagamento al dettaglio in rapida crescita e, come riportato nell'ultimo rapporto SPACE, hanno addirittura superato per la prima volta i pagamenti in contante al punto vendita in termini di valore delle transazioni. Questo importante strumento di pagamento per i consumatori dell'area dell'euro è tuttavia impedito in larga misura sui circuiti internazionali di carte di pagamento e, fino ad ora, non è stata ancora realizzata una SEPA per le carte di pagamento. Benché una certa standardizzazione abbia avuto luogo, non esiste ancora uno schema europeo per le carte di pagamento, né l'interoperabilità dei circuiti nazionali<sup>10</sup>. L'accettazione transfrontaliera degli schemi nazionali di carte di pagamento si basa sul "co-badging" con i circuiti internazionali. Ciò significa che le banche commerciali aderiscono anche ad almeno uno schema internazionale e offrono carte che consentono l'accesso a circuiti sia nazionali sia internazionali. Nei paesi dove invece non esiste un circuito nazionale per i pagamenti con carta, persino le transazioni nazionali si basano su circuiti di carte internazionali. L'aumento dei pagamenti online sottolinea ulteriormente la mancanza di una soluzione paneuropea per il commercio elettronico. L'innovazione tecnologica, le riforme normative e la crescente digitalizzazione della vita quotidiana dei cittadini hanno ridefinito il panorama europeo dei pagamenti al dettaglio e sono destinate a proseguire nel solco di una tale ridefinizione<sup>11</sup>.

**La forte dipendenza di un'ampia quota di pagamenti al dettaglio nell'area dell'euro da operatori non sottoposti a giurisdizione europea ha indotto l'Eurosistema a rilanciare la sua strategia per i pagamenti al dettaglio a novembre 2019, delineando le proprie aspettative per i pagamenti presso i punti di interazione, ossia quelli effettuati nei punti vendita e tramite commercio elettronico<sup>12</sup>.** Se da un lato la concorrenza è un elemento importante per garantire che il mercato dei pagamenti al dettaglio in euro rimanga efficiente e innovativo, dall'altro la predominanza di fornitori non europei solleva una serie di preoccupazioni in relazione al pieno rispetto dei requisiti del mercato europeo, ai costi per gli esercenti e quindi per gli utenti finali e, più in generale, alla sovranità europea. Pertanto, nell'ambito della sua strategia, l'Eurosistema ha dichiarato l'obiettivo di promuovere lo sviluppo di soluzioni di pagamento paneuropee per i pagamenti presso i punti di interazione. L'Eurosistema ha inoltre definito cinque obiettivi che tali soluzioni dovrebbero conseguire: a) portata paneuropea ed esperienza del cliente; b) convenienza e costi contenuti; c) sicurezza ed efficienza; d) marchio e governance europei, ed e) accettazione a livello mondiale (nel lungo periodo). In tale quadro, l'Eurosistema ha accolto con favore la European Payments Initiative (Iniziativa europea per i pagamenti), iniziativa di mercato volta a

<sup>10</sup> Cfr. *Cards payments in Europe — current landscape and future prospects*, BCE, aprile 2019.

<sup>11</sup> Cfr. *Implications of digitalisation in retail payments for the Eurosystem's catalyst role*, BCE, luglio 2019.

<sup>12</sup> Cfr. Cœuré, B., "Towards the retail payments of tomorrow: a European strategy", intervento alla conferenza congiunta della BCE e della Nationale Bank von België/Banque Nationale de Belgique *Crossing the chasm to the retail payments of tomorrow*, Bruxelles, novembre 2019.

sviluppare una soluzione di pagamento basata sul portafoglio digitale per i consumatori e gli esercenti in tutta Europa, relativa ai pagamenti presso il punto vendita, online e tra persone fisiche, nonché ai prelievi di contante<sup>13</sup>. La BCE ha in tal modo incoraggiato il perseguimento dell'obiettivo di un'iniziativa su scala paneuropea e inclusiva di tutti i mercati. L'Eurosistema sosterrrebbe anche altre soluzioni di pagamento, purché queste concorrano al raggiungimento dei cinque obiettivi fondamentali citati<sup>14</sup>.

**A ottobre 2020 l'Eurosistema ha integrato la propria strategia con ulteriori obiettivi volti a sostenere la piena diffusione dei pagamenti istantanei, il miglioramento dei pagamenti transfrontalieri oltre i confini dell'UE e il sostegno attivo all'innovazione, tenendo presenti nel contempo parametri di sostenibilità e accessibilità<sup>15</sup>.** Pur mantenendo come priorità il sostegno a favore di una soluzione paneuropea per i pagamenti presso i punti di interazione, l'Eurosistema ha cercato di individuare altri ambiti in cui sono necessari sforzi per progredire verso un mercato dei pagamenti al dettaglio in euro integrato, innovativo e competitivo. La strategia mirava in particolare ad affrontare la lentezza con cui i pagamenti istantanei sono stati diffusi e adottati a partire dall'introduzione del bonifico istantaneo SEPA. L'erogazione di pagamenti istantanei su base paneuropea è infatti un fattore chiave per consentire soluzioni di pagamento al dettaglio innovative a livello SEPA suscettibili, nelle attese, di realizzare ulteriori guadagni di efficienza. La piena diffusione dei pagamenti istantanei costituisce, pertanto, uno dei principali obiettivi della strategia dell'Eurosistema per i pagamenti al dettaglio.

**Oltre a proseguire il dialogo con gli operatori di mercato, negli ultimi anni l'Eurosistema ha ampliato la platea di interlocutori con i quali interagisce.**

L'Eurosistema collabora con gli operatori di mercato sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta. Considerate le caratteristiche di rete del settore dei pagamenti al dettaglio, in cui la cooperazione è essenziale per essere competitivi, l'Eurosistema ha cercato di riunire i soggetti interessati. Questo risultato è stato ottenuto in particolare attraverso l'istituzione del Comitato per i pagamenti al dettaglio in euro (Euro Retail Payments Board, ERPB) che, con una struttura snella, riunisce in misura equilibrata rappresentanti dal lato dell'offerta e della domanda del mercato dei pagamenti al dettaglio in euro per promuovere un mercato innovativo, integrato e competitivo<sup>16</sup>. Da quando è stato costituito, alla fine del 2013, l'ERPB svolge un ruolo fondamentale per garantire che le innovazioni nel settore dei pagamenti al dettaglio in euro non comportino una frammentazione del mercato. È questo il caso dei pagamenti istantanei e, più di recente, dell'open banking, che riflettono le

---

<sup>13</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB welcomes initiative to launch new European payment solution](#) del 2 luglio 2020; e ["ECB welcomes the EPI's progress on building a European payment solution"](#), *MIP News*, BCE, 25 aprile 2023.

<sup>14</sup> Si noti che altre iniziative, ad esempio basate sull'interoperabilità, mirano a conseguire gli obiettivi fondamentali della strategia dell'Eurosistema per i pagamenti al dettaglio.

<sup>15</sup> Cfr. Panetta, F., ["On the edge of a new frontier: European payments in the digital age"](#), intervento alla conferenza della BCE *A new horizon for pan-European payments and digital euro*, Francoforte sul Meno, ottobre 2020.

<sup>16</sup> Per ulteriori informazioni sull'ERPB (mandato, composizione, documentazione delle riunioni, dichiarazioni, ecc.), cfr. [la pagina web dell'ERPB](#) sul sito Internet della BCE.

iniziative di sviluppo dei rispettivi schemi paneuropei<sup>17</sup>. Per quanto riguarda le tendenze emergenti in materia di frode, l'ERPB ha convenuto di affrontare la questione in via prioritaria a maggio 2023. I risultati di tali lavori dovrebbero portare alla mappatura delle possibili azioni tese a prevenire, mitigare ed effettuare indagini sulle frodi da parte di varie categorie di operatori. Ciò avverrà nel rispetto dei requisiti di protezione dei dati e si baserà sull'analisi della situazione attuale delle frodi sugli strumenti di pagamento al dettaglio, con particolare attenzione alle nuove tecniche e alle nuove modalità di frode. Oltre a questo dialogo istituzionale strutturato attraverso l'ERPB, l'Eurosistema ha cercato di ampliare l'ambito delle proprie collaborazioni, tenendo conto delle continue evoluzioni nell'ecosistema dei pagamenti. A tale riguardo, nel contesto della strategia per i pagamenti al dettaglio, l'Eurosistema ha istituito un "Dialogo europeo sui pagamenti fintech" per discutere in questo ambito temi collegati al settore dei pagamenti. Esso, a differenza dell'ERPB, non ha l'assetto di gruppo permanente di associazioni di operatori, ma, a seconda dell'argomento in discussione, sono invitate a partecipare singole imprese.

**A fronte degli sviluppi successivi alla sua adozione, nel 2023 l'Eurosistema ha rivisto e aggiornato la propria strategia per i pagamenti al dettaglio, integrando gli obiettivi precedentemente individuati con la resilienza dei pagamenti al dettaglio**<sup>18</sup>.

Per garantire che rimanga adeguata allo scopo, l'Eurosistema ha rivisto la propria strategia alla luce degli avvenimenti esterni che hanno influito sul panorama dei pagamenti in seguito alla sua elaborazione, nel 2019, e al suo successivo ampliamento, nel 2020; nello specifico: il cambiamento delle abitudini dei consumatori a favore dei pagamenti digitali, il ruolo crescente delle big tech nelle soluzioni di pagamento al dettaglio e l'aggressione della Russia all'Ucraina, che ha comportato un intenso lavoro per migliorare la resilienza dell'infrastruttura dei pagamenti al dettaglio. Questi sviluppi hanno confermato i precedenti obiettivi della strategia dell'Eurosistema per i pagamenti al dettaglio, pur richiedendo alcune modifiche alle azioni in essa previste e l'aggiunta di un nuovo obiettivo per aumentare la resilienza delle infrastrutture di pagamenti al dettaglio. A esito di tale revisione, l'obiettivo primario della strategia rimane la promozione dello sviluppo di una soluzione paneuropea per i pagamenti al dettaglio presso i punti di interazione. Il secondo obiettivo principale della strategia, ovvero il pieno utilizzo dei pagamenti istantanei, è stato invece ampliato per garantire il rafforzamento della SEPA "tradizionale" attraverso le seguenti azioni: a) aggiornare gli schemi SEPA per i bonifici e gli addebiti diretti attualmente in uso per far fronte alle sfide future; b) sviluppare lo schema SEPA Payment Account Access del Consiglio europeo per i pagamenti (European Payments Council, EPC), come pilastro per lo sviluppo dell'open banking; e c) intraprendere azioni giuridicamente vincolanti contro la pratica di discriminazione degli IBAN, che impedisce a un utente di utilizzare un conto di pagamento emesso in un altro paese SEPA. Sono stati inoltre mantenuti ulteriori obiettivi, quali il miglioramento dei pagamenti transfrontalieri e il sostegno all'innovazione, alla digitalizzazione e a un ecosistema dei pagamenti europeo. Alla luce dei recenti sviluppi geopolitici, è stato infine aggiunto alla strategia l'obiettivo di accrescere la resilienza dei pagamenti al dettaglio, per riflettere la

<sup>17</sup> Per i pagamenti istantanei, è lo schema per i bonifici istantanei SEPA in euro citato in precedenza nell'articolo. Per l'open banking, è lo schema di accesso ai conti di pagamento SEPA.

<sup>18</sup> Cfr. [The Eurosystem's retail payments strategy – priorities for 2024 and beyond](#).

necessità che l'Eurosistema svolga, oltre alle funzioni di sorveglianza, anche il ruolo di catalizzatore nel settore dei pagamenti al dettaglio.

## La risposta dell'Eurosistema in materia di sorveglianza

### **Le attività di sorveglianza dell'Eurosistema sui pagamenti al dettaglio e sui sistemi di pagamento al dettaglio mirano a garantirne la sicurezza e l'efficienza.**

La sorveglianza, uno dei compiti statutari dell'Eurosistema, è definita come una funzione di banca centrale volta a promuovere obiettivi di sicurezza ed efficienza monitorando i sistemi esistenti o in corso di progettazione, sottoponendoli a verifiche rispetto a tali obiettivi e, se necessario, inducendone cambiamenti<sup>19</sup>. La sorveglianza dell'Eurosistema considera il sistema dei pagamenti in maniera olistica, comprendendo sia i pagamenti all'ingrosso sia quelli al dettaglio. Per la sorveglianza su questi ultimi, l'Eurosistema ha stabilito i requisiti e le aspettative relativi ai sistemi di pagamento al dettaglio<sup>20</sup>, nonché i requisiti relativi a strumenti, schemi e meccanismi di pagamento elettronico (payment instruments, schemes and arrangements, PISA)<sup>21</sup>. Per la sorveglianza sui sistemi di pagamento di importanza sistemica (SPIS), la BCE applica norme vincolanti avendo pubblicato un regolamento<sup>22</sup>. Per i sistemi di pagamento che non rientrano nella categoria SPIS e i pagamenti elettronici nell'ambito del quadro di riferimento PISA (cosiddetto PISA framework), l'Eurosistema applica norme non vincolanti basate sulla moral suasion. Ciò non esclude, tuttavia, che anche per questi ultimi l'Eurosistema possa esercitare i propri poteri regolamentari. Maggiori dettagli sui quadri di riferimento di sorveglianza sono illustrati di seguito.

**Per far fronte ai cambiamenti che caratterizzano l'ecosistema dei pagamenti al dettaglio, le autorità di sorveglianza monitorano e valutano i diversi sviluppi e garantiscono che gli standard, le aspettative e i quadri di riferimento di sorveglianza rimangano adeguati allo scopo.** Gli standard di sorveglianza sono generalmente sviluppati in prima istanza a livello internazionale, anche sulla base dei contributi delle banche centrali. L'Eurosistema partecipa a tali iniziative internazionali, ad esempio, attraverso i lavori del Comitato per i pagamenti e le infrastrutture di mercato (Committee on Payments and Market Infrastructure, CPMI)<sup>23</sup>, che, insieme al Comitato tecnico dell'organizzazione internazionale delle commissioni per i valori mobiliari (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), ha stabilito i principi per le infrastrutture dei mercati finanziari

<sup>19</sup> Cfr. "Central bank oversight of payment and settlement systems", Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento, Banca dei regolamenti internazionali, maggio 2005.

<sup>20</sup> Cfr. *Revised oversight framework for retail payment systems*, BCE, febbraio 2016. I sistemi di pagamento al dettaglio sono accordi formali che consentono la trasmissione, la compensazione e/o il regolamento di obbligazioni monetarie che sorgono tra i partecipanti sulla base dei pagamenti effettuati dalla propria clientela.

<sup>21</sup> Cfr. *Eurosystem oversight framework for electronic payment instruments, schemes and arrangements*, BCE, novembre 2021.

<sup>22</sup> Regolamento della Banca centrale europea (UE) n. 795/2014, del 3 luglio 2014, sui requisiti di sorveglianza per i sistemi di pagamento di importanza sistemica (BCE/2014/28) (GU L 217 del 23.7.2014, pag. 16).

<sup>23</sup> In precedenza noto come Comitato sui sistemi di pagamento e regolamento (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS).

CPMI-IOSCO (Principles for Financial Market Infrastructures, PFMI), in seguito adottati dall'Eurosistema come standard di sorveglianza<sup>24</sup>. Per verificare che siano sempre adeguati allo scopo, i requisiti sono sottoposti a riesame con regolarità. Ad esempio, nel 2021 è stato istituito il PISA framework che si basa su standard internazionali e ha esteso il campo di applicazione della sorveglianza dell'Eurosistema ai token e ai portafogli di pagamento digitali. Analogamente, nel 2022 il CPMI e lo IOSCO hanno fornito indicazioni sull'applicazione dei PFMI agli "stablecoin arrangements"<sup>25</sup>.

**La sorveglianza sui diversi attori che operano in un ecosistema dei pagamenti al dettaglio in continua evoluzione, comporta l'applicazione di numerosi principi tra cui, in particolare, il principio "stessa attività, stesso rischio, stesse norme", quello di neutralità tecnologica e quello di proporzionalità.**

Il primo principio, "stessa attività, stesso rischio, stesse norme", sta a significare che le innovazioni nei pagamenti al dettaglio sono messe a confronto con i servizi esistenti: se le attività e i rischi sono simili, si applicano le stesse norme di sorveglianza, al contrario, nel caso in cui sorgano nuovi rischi, potrebbe essere necessario un adattamento delle stesse per garantire che siano in grado di intercettare e gestire tali rischi. Ad esempio, nel valutare l'inclusione dei portafogli di pagamento digitali nel perimetro di applicazione della sorveglianza, l'Eurosistema ha ritenuto le norme di sorveglianza esistenti generalmente valide, sebbene con alcune eccezioni e chiarimenti. Per neutralità tecnologica si intende, invece, che gli standard di sorveglianza non si riferiscono e non impongono tecnologie specifiche, ma si basano sulla definizione di una serie di principi, con particolare attenzione ai risultati della sorveglianza. Naturalmente, le autorità di sorveglianza devono essere pienamente consapevoli delle nuove tecnologie che vengono utilizzate nel settore dei pagamenti al dettaglio, per essere in grado di valutare se queste ultime possano sollevare preoccupazioni o rischi particolari. È il caso della tecnologia a registro distribuito, in cui l'analisi di sorveglianza si concentra, ad esempio, sull'impatto della tecnologia sul rischio operativo o sul carattere definitivo del regolamento. La proporzionalità è il principio secondo cui le soluzioni di pagamento al dettaglio nuove o con attività inizialmente limitate o meno significative in termini di volume e valore, dal punto di vista complessivo dei sistemi di pagamento, potrebbero dover soddisfare requisiti di sorveglianza meno rigorosi potendo, ad esempio, essere soggette a segnalazioni o altre attività di sorveglianza meno intense o addirittura escluse dal suo perimetro di applicazione. In un panorama dei pagamenti al dettaglio in costante evoluzione, è importante che le imprese più piccole o nuove possano accrescere la propria innovazione nel settore dei pagamenti al dettaglio con una sorveglianza meno intensa (considerata l'entità del rischio limitata) e che le attività di sorveglianza si concentrino sugli operatori maggiormente rilevanti o di importanza sistemica. Ciò non esclude che anche le imprese più piccole o nuove sono espressamente invitate ad aderire ai requisiti di sorveglianza e dovrebbero avere interesse a farlo.

<sup>24</sup> Cfr. *Principles for financial market infrastructures*, CPSS-IOSCO, aprile 2012.

<sup>25</sup> Cfr. *Application of the Principles for Financial Market Infrastructures to stablecoin arrangements*, CPMI-IOSCO, luglio 2022.

**Tutti i sistemi di pagamento al dettaglio in euro dell'area dell'euro sono soggetti alla sorveglianza dell'Eurosistema.**

Sono compresi i sistemi di pagamento al dettaglio di importanza sistemica classificati come SPIS, i sistemi di rilevanza preminente e gli altri sistemi di pagamento al dettaglio<sup>26</sup>. I sistemi SPIS devono essere conformi al regolamento sugli SPIS, che stabilisce requisiti rigorosi e giuridicamente vincolanti e descrive gli strumenti utilizzati dall'Eurosistema per esercitare i propri poteri (tra i quali la possibilità di effettuare verifiche in loco per acquisire informazioni in modo diretto e di applicare sanzioni in caso di infrazioni gravi). A loro volta, ai sistemi di pagamento al dettaglio diversi dagli SPIS si richiede di soddisfare un numero inferiore di requisiti di sorveglianza, comunque fondamentali, secondo un approccio di sorveglianza basato sulla moral suasion.

L'ecosistema dei pagamenti al dettaglio è in continua evoluzione. Per questo, i sistemi di pagamento che potrebbero rientrare nel campo di applicazione della sorveglianza dell'Eurosistema sono riesaminati con regolarità. Sulla base di tali verifiche, ad esempio, sono stati recentemente sottoposti a sorveglianza i sistemi di pagamento istantanei e i sistemi per pagamenti con carte. Altro caso che potrebbe rientrare nel perimetro di applicazione della sorveglianza dell'Eurosistema è la cosiddetta funzione di trasferimento degli "stablecoin arrangements" (nel Regolamento UE relativo ai mercati delle cripto-attività (MiCAR) le stablecoin corrispondono ai "token di moneta elettronica" e ai "token collegati ad attività"). Inoltre, nell'esercizio delle sue funzioni di sorveglianza, l'Eurosistema valuta anche i collegamenti fra i sistemi di pagamento al dettaglio, ad esempio quelli volti a facilitare i pagamenti al dettaglio transfrontalieri.

**Nel 2021 l'Eurosistema ha introdotto il nuovo quadro di riferimento per la sorveglianza di strumenti, schemi e meccanismi di pagamento elettronico (cosiddetto PISA framework)<sup>27</sup>.**

Il PISA framework ha sostituito il precedente approccio e i relativi criteri di sorveglianza dell'Eurosistema per gli strumenti di pagamento stabilendo una serie di principi di sorveglianza armonizzati e basati su standard internazionali, al fine di valutare la sicurezza e l'efficienza di strumenti, schemi e meccanismi di pagamento elettronico. Il PISA framework, agile e in grado di sostenere le sfide del futuro, è una risposta agli sviluppi nel mercato dei pagamenti al dettaglio. Il suo ambito di applicazione comprende tutti gli strumenti di pagamento al dettaglio e gli schemi di pagamento gestiti da un organismo di governance, che stabilisce le regole che consentono agli utenti finali di effettuare pagamenti mediante strumenti di pagamento elettronici. Sono schemi di pagamento, ad esempio, gli schemi di carte di pagamento, quelli di moneta elettronica, gli schemi per i token di pagamento digitali e quelli per i bonifici. Infine, rientrano nell'ambito di applicazione del PISA framework anche i meccanismi di pagamento elettronico (cosiddetti "arrangements" quali, ad esempio, i portafogli di pagamento digitali) che si sostanziano in funzionalità operative a supporto degli utenti finali per l'impiego degli strumenti di pagamento elettronici. Le regole in tema di esenzione del PISA prevedono che siano sottoposti a sorveglianza solo i soggetti rilevanti nel complesso

<sup>26</sup> Per una panoramica dei sistemi di pagamento soggetti a sorveglianza, cfr. la [pagina web dei sistemi di pagamento](#) sul sito Internet della BCE.

<sup>27</sup> Cfr. "The Eurosystem oversight framework for electronic payments (PISA) is published", *MIP News*, BCE, 22 novembre 2021.

del sistema dei pagamenti, mentre gli altri sono monitorati o esclusi dal suo perimetro di applicazione<sup>28</sup>.

**L'Eurosistema, in qualità di autorità di sorveglianza, pone particolare attenzione alla resilienza operativa digitale<sup>29</sup>.** La resilienza operativa digitale è strettamente collegata alla digitalizzazione. Nel 2018 l'Eurosistema ha sviluppato la sua strategia di resilienza cibernetica per le infrastrutture dei mercati finanziari che si applica anche ai sistemi di pagamento al dettaglio. Gli elementi fondamentali di tale strategia sono: a) la valutazione dei soggetti sottoposti a supervisione sulla base di dettagliate aspettative di sorveglianza in materia di resilienza cibernetica (CROE); b) lo svolgimento di indagini periodiche per valutare il grado di maturità della resilienza cibernetica di tali soggetti e c) la metodologia di riferimento Threat-Intelligence Based Ethical Red-teaming (TIBER-EU) per la conduzione di test di tipo TLPT (threat-led penetration testing). Tale metodologia consente di testare le capacità di preparazione e risposta delle entità finanziarie agli attacchi informatici simulati sui sistemi in produzione, ma in maniera controllata. Sebbene non faccia parte degli strumenti di sorveglianza, la strategia comprende anche la collaborazione tra l'autorità di regolamentazione e l'industria, attraverso la costituzione del Comitato di resilienza cibernetica per le infrastrutture finanziarie paneuropee (Euro Cyber Resilience Board, ECRB). L'ECRB riunisce industria e regolatori in una comunità fidata e, sotto i suoi auspici (ma al di fuori dallo scrutinio della sorveglianza e dei regolatori) è stato realizzato un modello di riferimento per l'analisi delle minacce cibernetiche e la condivisione delle informazioni tra le infrastrutture di mercato dell'ECRB (Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative, CIISI EU). Per quanto riguarda i fornitori di servizi di tecnologia dell'informazione e della comunicazione (TIC), i soggetti sottoposti alla sorveglianza dell'Eurosistema devono identificare e gestire attentamente i fornitori terzi di servizi di TIC di cui si avvalgono. Inoltre, le autorità di sorveglianza sono interessate a individuare i fornitori terzi di servizi di TIC critici per l'ecosistema dei pagamenti nel suo complesso. A tal fine, effettuano indagini periodiche per identificare i fornitori di servizi e sorvegliare, direttamente o indirettamente, quelli critici.

**Un ulteriore esempio della risposta di sorveglianza dell'Eurosistema alle continue evoluzioni nell'ecosistema dei pagamenti è l'analisi delle frodi nei pagamenti al dettaglio.** Negli ultimi anni, l'analisi si è concentrata sulle frodi nei pagamenti con carta, ma attualmente, considerata la disponibilità di un maggior numero di dati, è stata estesa anche ad altri strumenti di pagamento al dettaglio<sup>30</sup>. Tale attività consente alle autorità di sorveglianza di rilevare le tendenze in atto e sostenere lo sviluppo di misure adeguate per ridurre le frodi in collaborazione, ove opportuno, con le altre autorità e con i legislatori. Un esempio recente è

---

<sup>28</sup> Per una panoramica sugli schemi e i meccanismi di pagamento elettronico soggetti a sorveglianza, cfr. [la pagina web sugli schemi e i meccanismi di pagamento](#) elettronico sul sito Internet della BCE.

<sup>29</sup> Per ulteriori informazioni, cfr. il sito Internet della BCE alla [pagina web sulla resilienza cibernetica e le infrastrutture dei mercati finanziari](#).

<sup>30</sup> Cfr. [Report on card fraud in 2020 and 2021](#), BCE, maggio 2023.

l'implementazione dell'autenticazione forte del cliente, introdotta nell'ambito della revisione della direttiva UE sui servizi di pagamento<sup>31</sup>.

## La necessità di garantire l'accesso alla moneta pubblica

### **L'Eurosistema si impegna a garantire libertà di scelta nell'uso dei mezzi di pagamento e nell'accesso alla moneta pubblica sotto forma di contante.**

Come illustrato nel riquadro 1, nonostante un graduale calo, il contante resta lo strumento più utilizzato per le operazioni di pagamento sia presso i punti vendita sia tra privati. La maggioranza dei consumatori ha inoltre espresso il desiderio di mantenere il contante come opzione di pagamento<sup>32</sup>. La strategia dell'Eurosistema per il contante mira a garantire l'ampia disponibilità di contante e la sua accettazione come strumento di pagamento e riserva di valore<sup>33</sup>. Per monitorare l'adeguatezza dell'accesso al contante sono in corso diverse iniziative, sia a livello nazionale sia a livello dell'area dell'euro, tra cui lo sviluppo e il continuo miglioramento di una metodologia comune, all'interno dell'Eurosistema, per misurare l'accesso al contante<sup>34</sup>. A tale riguardo, l'Eurosistema accoglie con favore la proposta della Commissione europea di un regolamento relativo al corso legale delle banconote e delle monete in euro<sup>35</sup>.

### **Considerata la crescente tendenza alla digitalizzazione, l'Eurosistema sta lavorando alla realizzazione di un euro digitale per rendere disponibile la moneta pubblica ai cittadini e alle imprese in forma digitale, in aggiunta al contante.**

L'euro digitale sarebbe un ulteriore strumento a disposizione dei cittadini per effettuare operazioni di pagamento con l'equivalente elettronico del contante. L'euro digitale garantirebbe la disponibilità di moneta pubblica nonostante la crescente digitalizzazione dei pagamenti e si affiancherebbe al contante, senza sostituirlo. Dopo una fase istruttoria, in cui sono state analizzate le modalità di progettazione e distribuzione, nonché il possibile impatto sul mercato, a novembre 2023 l'Eurosistema ha avviato una fase preparatoria che getterà le basi per un eventuale euro digitale<sup>36</sup>. Nel primo stadio di questa fase saranno finalizzati alcuni elementi concettuali dell'euro digitale, nonché la preparazione dello sviluppo e della sperimentazione della relativa architettura. Sulla base dei risultati di questo lavoro, che durerà due anni, e dell'evoluzione del quadro legislativo relativo all'euro digitale, l'Eurosistema deciderà se procedere al secondo stadio. L'avvio della fase preparatoria, tuttavia, non implica una decisione in merito all'emissione di un euro

<sup>31</sup> Direttiva (UE) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE (GU L 337 del 23.12.2015, pag. 35).

<sup>32</sup> Cfr. l'articolo *Is there a digital divide in payments? Understanding why cash remains crucial for many*, di prossima pubblicazione in questo Bollettino nel 2024.

<sup>33</sup> Cfr. [la pagina web sulla strategia dell'Eurosistema per il contante](#) sul sito Internet della BCE.

<sup>34</sup> Cfr. l'articolo 2 *Assicurare la libertà di scelta nell'utilizzo degli strumenti di pagamento: l'accesso al contante nell'area dell'euro* nel numero 5/2022 di questo Bollettino.

<sup>35</sup> Cfr. il [Parere della Banca centrale europea del 13 ottobre 2023 su una proposta di regolamento relativo al corso legale delle banconote e monete in euro \(CON/2023/31\)](#), BCE, ottobre 2023.

<sup>36</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [L'Eurosistema passa alla fase successiva del progetto sull'euro digitale](#) del 18 ottobre 2023; e [la pagina web sull'euro digitale](#) sul sito Internet della BCE.

digitale, ma è finalizzata unicamente a creare i presupposti qualora si decida di proseguire alla fase successiva.

**Il progetto sull'euro digitale è complementare al contante, ma anche allo sviluppo di una soluzione paneuropea elaborata dal mercato per i pagamenti presso il punto di interazione e al rafforzamento della SEPA "tradizionale".**

Tale approccio combinato riflette l'esigenza di conseguire l'autonomia strategica nei pagamenti al dettaglio, di aumentarne la resilienza garantendo la libertà di scelta e di tener conto dei diversi casi di utilizzo e delle preferenze degli utenti. L'euro digitale potrebbe contribuire in diversi modi agli obiettivi della strategia dell'Eurosistema per i pagamenti al dettaglio offrendo, ad esempio, una soluzione di pagamento paneuropea, che sfrutta al massimo gli standard, le componenti e la tecnologia di settore esistenti. L'euro digitale consentirebbe quindi alle soluzioni di pagamento private di raggiungere una diffusione del servizio a livello paneuropeo e di ampliare i propri casi d'uso.

## 4 Prospettive future

**Le tendenze attualmente in atto nel mercato dei pagamenti al dettaglio in euro potrebbero accelerare ulteriormente, richiedendo all'Eurosistema costante attenzione, per garantire la sicurezza e l'efficienza dei pagamenti al dettaglio e l'accesso alla moneta pubblica.** Ciò comporta osservare la strategia dell'Eurosistema per i pagamenti al dettaglio e applicare un monitoraggio attivo. Inoltre, sarà necessario sottoporre le singole entità a una sorveglianza costante, identificare le tendenze nei pagamenti, assicurare che i quadri di riferimento in materia di sorveglianza siano adeguati alle evoluzioni nell'ecosistema e applicare rigorosamente i requisiti di sorveglianza. L'Eurosistema proseguirà inoltre i lavori sul progetto per un euro digitale, per essere pronto a un'eventuale emissione qualora se ne presentasse la necessità.

**Nello svolgimento di tali attività l'Eurosistema continuerà a interagire con gli attori interessati e, ove opportuno, rafforzerà ulteriormente gli scambi e la collaborazione con i principali forum e operatori di mercato.** L'Eurosistema ha istituito due gruppi di alto livello che riuniscono i principali operatori di mercato, per promuovere, in collaborazione con l'ERPB, un mercato dei pagamenti al dettaglio in euro integrato, innovativo e competitivo, e, in collaborazione con l'ECRB, per aumentare la consapevolezza, favorire le iniziative congiunte e condividere le migliori prassi in materia di resilienza cibernetica. Oltre a questa interazione strutturata, l'Eurosistema sollecita il contributo degli operatori non tradizionali presenti sul mercato dei pagamenti. L'Eurosistema ha notevolmente intensificato l'interazione con le fintech, organizzando colloqui dedicati su argomenti specifici.

**L'Eurosistema collabora con altre banche centrali e con le principali autorità a livello mondiale, considerata la natura globale degli andamenti e dei casi d'uso.** Gli standard internazionali e la cooperazione sono fondamentali per affrontare i cambiamenti in atto nell'ecosistema dei pagamenti. Attraverso la partecipazione ai consessi internazionali, come il CPMI della Banca dei regolamenti

internazionali, la BCE contribuisce attivamente all'elaborazione degli standard internazionali. La cooperazione è essenziale anche per la sorveglianza congiunta delle entità di pagamento attive a livello internazionale, al fine di garantire che siano prese in considerazione le esigenze di tutte le giurisdizioni interessate e si eviti l'arbitraggio regolamentare.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

### 2.3 Occupazione <sup>1)</sup>

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2020	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,2	24,4	3,0	2,4	1,0	13,8	24,8	6,6
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-1,4	-1,5	-1,1	-2,5	-1,9	0,7	-3,9	1,9	0,4	0,7	-2,0	1,0	-3,0
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,2	-0,9	1,2	3,1	3,4	5,8	0,0	2,9	3,0	1,6	1,4
2022 4° trim.	1,5	1,7	0,8	-1,3	1,0	2,1	1,8	4,7	0,5	3,2	2,0	1,3	0,9
2023 1° trim.	1,6	1,7	1,4	-1,4	1,3	1,5	2,3	4,7	1,2	2,6	2,0	1,2	1,1
2° trim.	1,4	1,4	1,4	-2,4	1,1	0,7	2,0	3,8	1,2	2,7	2,1	1,1	0,3
3° trim.	1,3	1,2	1,5	-1,1	0,8	1,1	2,1	2,4	1,3	1,7	1,4	1,2	-0,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2020	100,0	82,0	18,0	4,3	15,1	7,0	24,1	3,3	2,6	1,1	13,7	23,1	5,7
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-8,0	-7,3	-11,2	-3,5	-7,6	-6,1	-14,7	-1,8	-2,2	-5,4	-8,2	-2,0	-12,7
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,5	0,9	3,2	7,5	5,9	-0,1	4,6	4,0	0,7	5,8
2022 4° trim.	2,1	2,2	1,9	-1,3	1,1	3,0	3,1	5,0	1,2	3,7	2,8	1,0	2,6
2023 1° trim.	1,9	2,2	0,6	-1,0	1,6	1,3	2,8	4,3	1,3	1,9	2,3	1,2	2,1
2° trim.	1,5	1,6	1,0	-2,7	1,3	1,1	1,7	3,8	1,5	2,2	2,3	1,5	1,0
3° trim.	1,3	1,3	1,1	-1,3	0,6	1,4	1,8	1,8	1,3	2,0	1,6	1,4	0,9
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2020	-6,7	-5,9	-10,2	-0,9	-5,8	-6,7	-11,3	-3,7	-2,6	-6,0	-6,4	-3,1	-10,0
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,3	0,1	4,0	0,2	-0,1	1,7	1,0	-0,9	4,3
2022 4° trim.	0,6	0,5	1,1	0,0	0,1	0,8	1,3	0,3	0,7	0,5	0,8	-0,4	1,7
2023 1° trim.	0,3	0,5	-0,8	0,5	0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,1	-0,7	0,3	0,1	1,0
2° trim.	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,7
3° trim.	0,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,3	-0,3	-0,6	0,0	0,3	0,2	0,2	1,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 2 Attività economica

### 2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione <sup>1)</sup>											Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,2		48,8		
2020	162,758	3,5	12,964	8,0	3,0	10,381	7,0	2,584	18,1	6,644	7,6	6,320	8,3	1,8
2021	165,020	3,4	12,790	7,8	3,2	10,305	6,9	2,485	16,9	6,517	7,4	6,273	8,1	2,4
2022	167,789	3,1	11,339	6,8	2,7	9,080	6,0	2,259	14,6	5,686	6,4	5,653	7,2	3,1
2022 4° trim.	168,605	3,0	11,199	6,6	2,5	8,942	5,8	2,257	14,3	5,587	6,2	5,611	7,1	3,1
2023 1° trim.	169,462	3,0	11,132	6,6	2,5	8,929	5,8	2,203	13,9	5,596	6,2	5,536	7,0	3,1
2° trim.	169,827	3,0	11,033	6,5	2,3	8,765	5,7	2,268	14,3	5,567	6,2	5,466	6,9	3,0
3° trim.	169,965	2,9	11,167	6,6	2,3	8,851	5,7	2,316	14,6	5,634	6,2	5,533	6,9	2,9
2023 giu.	-	-	10,956	6,4	-	8,723	5,7	2,233	14,0	5,534	6,1	5,422	6,8	-
lug.	-	-	11,125	6,5	-	8,815	5,7	2,310	14,5	5,616	6,2	5,509	6,9	-
ago.	-	-	11,016	6,5	-	8,704	5,7	2,311	14,5	5,578	6,2	5,438	6,8	-
set.	-	-	11,060	6,5	-	8,730	5,7	2,330	14,6	5,577	6,2	5,483	6,9	-
ott.	-	-	11,069	6,5	-	8,693	5,6	2,375	14,8	5,570	6,2	5,498	6,9	-
nov.	-	-	10,970	6,4	-	8,649	5,6	2,321	14,5	5,546	6,1	5,424	6,8	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.

2) Non destagionalizzati.

3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)	Raggruppamenti principali di industrie						Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
		Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
in perc. del totale nel 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0

Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2020	-7,7	-8,2	-7,2	-11,2	-4,3	-4,4	-5,4	-0,8	3,7	-2,3	-14,4	-9,8	-24,3
2021	8,9	9,8	9,6	11,7	8,1	1,5	6,0	5,1	0,9	7,8	9,6	8,2	-2,9
2022	2,3	3,0	-1,3	5,5	5,4	-3,7	2,3	0,7	-2,8	2,5	6,3	10,0	-4,3
2022 1° trim.	1,6	2,1	1,0	0,3	6,3	-1,4	6,1	6,0	-1,5	11,4	12,4	12,5	-12,3
2° trim.	2,0	2,6	-0,3	4,5	3,3	-1,8	2,7	1,1	-2,8	3,2	7,6	13,4	-16,2
3° trim.	3,4	4,0	-1,7	9,9	3,1	-1,7	0,7	-0,6	-1,6	-0,6	3,1	9,1	1,5
4° trim.	2,2	3,5	-4,4	7,2	8,9	-9,3	0,1	-2,8	-5,1	-2,0	3,4	6,2	15,2
2023 lug.	-2,1	-1,9	-5,1	0,7	-1,4	-6,0	1,7	-0,8	-2,1	1,3	-1,6	3,4	16,5
ago.	-5,3	-5,0	-5,2	-7,0	-2,7	-5,8	-0,4	-1,8	-2,4	0,1	-7,2	2,6	23,6
set.	-6,7	-6,8	-4,6	-9,5	-5,5	-6,0	0,3	-2,9	-0,8	-3,5	-6,6	2,2	8,8
ott.	-6,6	-7,1	-4,1	-9,7	-7,1	-0,9	-0,7	-0,8	-1,2	0,2	-5,9	1,8	14,1
nov.	-6,8	-7,6	-5,2	-10,3	-7,0	0,8	-2,2	-1,1	-0,7	-0,2	-4,5	.	6,0
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-4,3

Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

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

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)							Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,7	-4,3	80,7	-10,7	-12,4	-7,0	7,3	-	51,4	52,5	52,7	52,6
2021	110,7	9,4	81,8	-7,4	4,2	-1,8	8,3	87,7	60,2	58,3	53,6	54,9
2022	101,9	4,8	82,0	-21,9	5,2	-3,8	9,3	90,1	52,1	49,3	52,1	51,4
2023	96,2	-5,9	.	-17,4	-2,3	-4,3	6,9	.	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 1° trim.	99,0	0,0	81,3	-19,7	1,2	-1,0	9,0	90,0	48,2	49,8	52,8	52,0
2° trim.	96,8	-5,1	80,6	-17,0	-0,8	-4,1	7,4	90,3	44,7	46,4	54,5	52,3
3° trim.	94,0	-9,3	79,7	-16,3	-4,9	-5,2	5,0	90,4	43,2	43,1	49,2	47,5
4° trim.	94,7	-9,3	.	-16,6	-4,5	-6,8	6,3	.	43,9	44,0	48,4	47,2
2023 ago.	93,8	-9,9	-	-16,0	-5,3	-5,1	4,8	-	43,5	43,4	47,9	46,7
set.	93,6	-8,8	-	-17,7	-5,9	-5,8	4,6	-	43,4	43,1	48,7	47,2
ott.	93,7	-9,2	79,4	-17,8	-5,3	-7,5	5,1	90,1	43,1	43,1	47,8	46,5
nov.	94,0	-9,5	-	-16,9	-4,4	-7,1	5,5	-	44,2	44,6	48,7	47,6
cic.	96,4	-9,2	-	-15,0	-3,6	-5,7	8,4	-	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 gen.	.	.	-	-16,1	.	.	.	-	46,6	46,6	48,4	47,9

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

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	19,6	95,5	-0,2	4,2	-1,5	5,5	4,9	45,8	24,6	78,5	3,8	-11,9	2,6
2021	17,5	95,2	2,0	3,7	19,3	8,8	8,9	49,1	27,1	76,0	5,5	9,8	3,4
2022	13,7	92,8	-0,2	2,5	12,2	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	8,6	1,9
2022 4° trim.	13,7	92,8	-0,4	2,5	5,3	2,2	8,2	48,9	24,8	71,7	3,0	0,8	1,9
2023 1° trim.	13,5	90,9	1,2	2,3	5,5	2,5	5,1	48,5	24,8	69,7	2,4	-0,3	1,3
2° trim.	13,9	89,3	1,3	2,1	1,4	3,1	2,3	48,2	24,5	68,8	1,7	19,4	0,8
3° trim.	14,1	88,1	0,5	1,9	0,9	2,3	0,9	48,2	24,1	68,0	1,5	-9,8	0,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022 4° trim.	1.380,2	1.384,8	-4,6	757,9	757,0	313,0	268,8	266,1	276,5	43,2	82,5	58,8	34,0
2023 1° trim.	1.387,6	1.352,0	35,5	749,4	697,7	323,9	298,5	273,7	280,5	40,6	75,3	35,5	30,8
2° trim.	1.393,6	1.334,1	59,6	719,3	668,1	327,2	295,1	303,2	284,9	43,9	85,9	25,7	21,5
3° trim.	1.395,2	1.316,7	78,4	709,5	635,9	324,9	297,5	319,1	298,7	41,7	84,6	28,2	17,4
2023 giu.	478,5	442,9	35,6	251,0	222,1	109,9	96,8	103,2	94,6	14,4	29,4	12,7	7,1
lug.	455,1	429,4	25,8	227,1	208,8	108,3	96,1	106,0	95,7	13,7	28,7	7,1	7,0
ago.	477,6	450,4	27,2	248,0	217,7	108,2	101,1	107,2	103,7	14,1	27,9	7,9	5,5
set.	462,4	437,0	25,5	234,3	209,4	108,4	100,3	105,9	99,3	13,8	28,0	13,2	4,9
ott.	471,8	439,5	32,3	243,9	214,7	108,1	88,8	106,3	108,7	13,6	27,4	10,8	7,8
nov.	474,8	450,2	24,6	247,6	214,6	113,4	92,9	100,2	116,1	13,6	26,6	9,0	5,5
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2023 nov.	5.572,8	5.341,6	231,2	2.916,1	2.671,7	1.299,4	1.161,4	1.189,7	1.181,1	167,5	327,4	150,2	108,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2023 nov.	39,4	37,8	1,6	20,6	18,9	9,2	8,2	8,4	8,3	1,2	2,3	1,1	0,8

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

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

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: industria manifatturiera	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 4° trim.	15,4	20,3	737,2	362,1	139,6	221,7	606,0	801,1	481,2	115,0	170,3	521,9	97,2
2023 1° trim.	8,5	1,0	722,5	347,2	138,3	224,5	595,7	729,6	430,3	114,6	161,8	502,7	78,6
2° trim.	-1,9	-13,8	708,5	331,9	143,8	216,6	588,6	706,2	410,8	113,3	164,8	501,9	73,9
3° trim.	-5,4	-22,3	702,3	332,0	141,5	214,3	584,4	677,7	390,2	111,0	158,5	486,4	82,4
2023 giu.	0,0	-16,1	236,5	111,6	47,0	71,8	196,8	228,3	131,4	36,5	54,0	163,7	24,4
lug.	-2,7	-18,1	232,9	109,4	46,3	71,4	193,2	228,8	131,6	37,8	54,0	165,4	26,6
ago.	-3,8	-24,4	235,7	110,7	49,0	71,9	197,3	224,5	128,7	36,7	53,0	161,2	27,3
set.	-9,3	-24,0	233,6	111,8	46,2	71,0	193,9	224,5	129,9	36,6	51,5	159,8	28,5
ott.	-2,5	-16,5	234,6	111,2	47,3	70,3	195,8	223,4	128,8	35,5	52,5	158,5	29,5
nov.	-4,7	-16,7	236,8	.	.	.	196,5	222,1	.	.	.	154,3	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2022 4° trim.	1,8	2,9	107,6	104,6	110,4	117,2	107,3	120,9	118,4	122,1	123,7	121,1	146,0
2023 1° trim.	0,8	-2,1	106,5	102,8	107,0	119,2	106,3	117,1	115,2	121,9	117,0	118,0	146,0
2° trim.	-2,8	-6,6	105,0	100,6	110,1	115,6	105,6	116,2	115,4	123,2	119,0	119,9	159,5
3° trim.	-3,9	-10,4	104,1	100,7	107,6	112,5	104,3	112,6	111,6	119,5	117,1	117,2	173,6
2023 mag.	-2,9	-7,1	106,9	101,1	113,8	117,0	107,7	117,1	115,7	127,4	121,1	121,7	153,5
giu.	0,2	-7,0	105,0	101,1	107,9	115,0	105,6	112,5	112,3	117,2	116,1	116,5	163,6
lug.	-1,2	-5,3	103,1	100,2	105,9	112,6	103,4	115,5	114,9	121,8	119,1	119,4	170,2
ago.	-1,8	-12,0	105,2	100,8	111,9	113,4	105,7	111,6	110,1	118,4	117,9	116,9	175,2
set.	-8,1	-13,6	103,8	101,0	104,9	111,4	104,0	110,8	109,9	118,1	114,4	115,3	175,4
ott.	-1,1	-7,5	103,3	99,7	106,6	110,0	103,5	110,1	108,5	114,9	116,0	115,0	164,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) <sup>1)</sup>

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati		
	Indice: 2015 = 100	Totale			Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energe- tici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati
		Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
in perc. del totale nel 2023	100,0	100,0	69,8	56,5	43,5	100,0	15,5	4,5	26,3	10,2	43,5	86,8	13,2	
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1	
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8	
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9	
2023 1° trim.	121,3	8,0	5,5	10,3	4,7	0,8	3,4	2,6	1,6	-6,0	1,2	8,1	7,3	
2° trim.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,8	0,6	-4,3	1,3	6,1	6,8	
3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,3	1,0	5,0	4,5	
4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	1,0	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3	
2023 lug.	123,4	5,3	5,5	4,8	5,6	0,3	0,4	1,0	0,3	-0,2	0,4	5,2	6,3	
ago.	124,0	5,2	5,3	4,9	5,5	0,5	0,3	-0,2	0,3	3,3	0,3	5,3	5,2	
set.	124,4	4,3	4,5	4,0	4,7	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,5	0,3	4,6	2,2	
ott.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6	
nov.	123,9	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	-0,1	-2,2	-0,1	2,5	1,5	
dic.	124,1	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7	

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo							
						Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,6	5,9	27,9			
2020	102,0	-2,6	-1,7	-0,1	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,6	-9,7	1,7	5,3	1,6
2021	114,5	12,3	7,4	5,8	10,9	2,5	2,1	3,3	1,8	32,2	5,6	8,1	0,5
2022	153,8	34,3	16,9	14,1	20,3	7,2	12,1	16,4	7,7	85,2	11,5	7,1	0,6
2022 4° trim.	161,9	27,2	14,5	13,1	15,4	7,6	15,3	19,9	9,3	56,1	11,6	2,9	-2,8
2023 1° trim.	156,2	10,9	9,0	9,8	8,7	7,2	14,1	17,4	8,5	11,5	10,0	0,4	-4,9
2° trim.	147,2	-1,4	0,9	3,7	-1,1	5,7	9,4	9,6	6,5	-13,1	7,0	-1,5	-9,9
3° trim.	145,9	-10,5	-0,3	1,1	-4,4	4,5	6,4	5,5	4,5	-28,9	4,4	-2,1	.
2023 giu.	145,8	-3,4	-1,1	2,5	-2,8	5,3	8,4	8,1	5,8	-16,5	-	-	-
lug.	145,0	-7,6	-0,8	1,6	-4,0	4,8	7,4	6,6	5,0	-24,2	-	-	-
ago.	146,0	-11,5	0,0	1,1	-4,6	4,5	6,4	5,5	4,5	-30,6	-	-	-
set.	146,7	-12,4	0,0	0,5	-4,8	4,1	5,4	4,3	3,9	-31,2	-	-	-
ott.	147,1	-9,4	-1,5	-0,2	-5,3	3,6	4,2	2,8	3,0	-24,9	-	-	-
nov.	146,7	-8,8	-1,4	-0,5	-5,3	3,1	3,5	2,0	2,7	-23,7	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

### 3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
in perc. del totale									100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,8	4,6	6,8	6,7	4,3	7,8	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-13,0	-11,7	-14,3	-13,9	-12,6	-15,3
2023 1° trim.	119,6	6,1	5,6	8,0	4,1	6,5	5,3	4,1	75,8	-10,5	-5,8	-14,6	-11,5	-7,7	-15,6
2° trim.	121,0	6,1	4,1	6,9	4,5	4,6	0,3	-3,6	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8
3° trim.	121,8	5,9	3,1	5,8	3,9	3,5	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	78,5	-9,4	-9,9	-8,8	-10,2	-10,7	-9,6
2023 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	72,5	-13,5	-13,7	-13,2	-15,0	-15,1	-14,8
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,8	-15,8	-15,9	-15,6	-16,5	-16,0	-17,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	88,1	-12,1	-13,9	-10,1	-13,1	-14,4	-11,4
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,8	-10,4	-13,1	-14,2	-11,7
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-9,4	-10,6	-8,1	-10,3	-11,5	-8,9
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-6,4	-4,8	-7,9	-7,1	-6,1	-8,3

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,4	5,5	-	-2,9	27,9	56,5	56,1	-	50,0
2021	31,6	24,0	10,3	19,7	30,4	84,0	61,9	66,8	53,4
2022	48,4	52,9	27,2	42,5	71,6	77,1	75,4	69,6	62,0
2023	9,4	28,6	19,4	13,6	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 1° trim.	23,7	43,5	25,8	26,9	78,4	51,3	69,9	57,8	61,2
2° trim.	7,4	29,9	18,1	12,1	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
3° trim.	3,3	22,1	16,3	6,1	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
4° trim.	3,1	18,9	17,2	9,3	69,4	42,8	62,0	47,5	54,8
2023 ago.	3,1	22,6	16,8	6,5	72,9	39,7	62,2	46,2	55,6
set.	3,4	20,7	15,5	6,7	73,6	41,9	62,7	45,8	54,7
ott.	3,6	19,9	15,8	7,5	72,5	42,5	62,0	46,4	54,1
nov.	2,4	17,7	17,7	9,0	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
dic.	3,2	19,0	18,1	11,3	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 gen.	.	.	.	.	.	43,2	62,8	48,6	56,2

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2020	100,0	3,1	3,6	1,5	2,7	3,9	1,8
2021	100,9	0,9	1,1	0,5	0,9	1,0	1,3
2022	105,7	4,7	3,9	7,0	4,9	4,0	2,9
2022 4° trim.	114,1	5,9	5,3	7,9	5,8	6,2	3,1
2023 1° trim.	102,7	5,3	5,0	6,3	5,7	4,4	4,4
2° trim.	113,8	4,5	4,6	4,1	4,6	4,2	4,4
3° trim.	107,4	5,2	5,3	5,1	5,8	4,1	4,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html)).

## 3 Prezzi e costi

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

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

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 giu.	3,24	3,34	3,54	3,83	4,01	5,06	-0,07
lug.	3,40	3,47	3,67	3,94	4,15	5,10	-0,05
ago.	3,64	3,63	3,78	3,94	4,07	5,30	-0,06
sett.	3,75	3,76	3,88	4,03	4,15	5,31	-0,05
ott.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
dic.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	10 anni -1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 giu.	3,39	3,45	3,12	2,58	2,51	-0,94	-1,59	-0,96	3,21	2,45	2,25	2,56
lug.	3,48	3,42	3,02	2,53	2,54	-0,87	-1,43	-0,86	3,04	2,31	2,33	2,70
ago.	3,46	3,38	2,95	2,52	2,57	-0,81	-1,30	-0,80	2,96	2,24	2,39	2,77
sett.	3,70	3,51	3,16	2,78	2,88	-0,64	-0,89	-0,63	3,14	2,56	2,69	3,17
ott.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
dic.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64

Fonte: elaborazioni della BCE.

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

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

### 4.3 Indici del mercato azionario

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

	Indici Dow Jones EURO STOXX												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2023 giu.	455,5	4.324,4	952,1	302,2	170,0	112,7	179,3	835,9	904,5	376,5	277,4	806,2	4.345,4	32.754,5
lug.	460,1	4.364,5	964,7	305,9	172,9	111,0	185,8	838,3	899,6	375,8	277,8	814,8	4.508,1	32.694,1
ago.	453,9	4.296,8	966,3	297,6	167,8	115,8	188,6	816,5	867,9	362,6	269,1	828,5	4.457,4	32.167,4
sett.	447,3	4.227,2	963,8	286,2	161,2	123,9	189,5	787,3	835,7	363,4	280,6	825,2	4.409,1	32.725,6
ott.	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
nov.	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3
dic.	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>	Indicatore composto del costo del finanziamento			
			fin a 2 anni	oltre i 2 anni					tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e fino a 5 anni
	1	2	3	4			5	6	7		8	9	10	11		12
2022 dic.	0,07	0,80	1,42	1,91	5,92	15,90	6,51	6,42	6,98	3,99	3,08	3,16	3,29	2,61	3,18	2,95
2023 gen.	0,09	0,86	1,60	2,08	6,32	15,99	7,20	6,97	7,58	4,28	3,47	3,32	3,39	2,77	3,39	3,10
feb.	0,11	1,17	1,91	2,20	6,54	16,08	7,21	7,08	7,78	4,58	3,67	3,48	3,52	2,94	3,55	3,24
mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,71	16,07	7,63	7,23	7,90	4,70	3,89	3,78	3,56	3,14	3,72	3,37
apr.	0,17	1,25	2,28	2,42	6,97	16,23	8,06	7,43	8,11	4,91	4,13	3,85	3,61	3,19	3,81	3,48
mag.	0,21	1,30	2,47	2,48	7,14	16,34	8,16	7,60	8,31	5,08	4,24	3,98	3,65	3,31	3,93	3,58
giu.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,27	16,27	7,02	7,49	7,99	5,12	4,40	4,07	3,71	3,41	4,05	3,70
lug.	0,27	1,42	2,82	2,86	7,49	16,40	8,38	7,73	8,41	5,23	4,55	4,14	3,72	3,45	4,09	3,76
ago.	0,31	1,50	3,04	3,10	7,59	16,47	8,72	7,83	8,49	5,36	4,69	4,21	3,79	3,51	4,16	3,85
set.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,76	16,54	8,47	7,83	8,56	5,40	4,72	4,24	3,86	3,57	4,24	3,89
ott.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,97	16,56	8,25	7,87	8,54	5,58	4,81	4,28	3,78	3,60	4,27	3,91
nov. <sup>(p)</sup>	0,36	1,62	3,32	3,42	7,97	16,65	7,27	7,91	8,54	5,55	4,87	4,31	3,89	3,70	4,35	4,01

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

### 4.5 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti a e sui depositi da società non finanziarie (nuove operazioni) <sup>1), 2)</sup>

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fin a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3		4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022 dic.	0,19	1,80	2,61	3,20	3,74	3,99	4,19	3,47	3,55	3,27	3,29	3,59	3,29	3,41
2023 gen.	0,23	1,99	2,72	3,57	4,13	4,20	4,39	3,77	3,92	3,45	3,41	3,75	3,39	3,63
feb.	0,31	2,30	2,81	3,81	4,40	4,54	4,71	4,06	4,09	3,70	3,69	3,54	3,58	3,86
mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,07	4,32	3,87	4,22
apr.	0,44	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,58	3,98	4,32	4,37	3,69	4,39
mag.	0,49	2,96	3,13	4,56	5,04	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,57
giu.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,11	4,78
lug.	0,60	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
ago.	0,65	3,42	3,53	5,02	5,46	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
set.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
ott.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,28	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
nov. <sup>(p)</sup>	0,83	3,71	3,92	5,32	5,71	5,91	5,79	5,51	5,29	4,53	5,13	5,16	4,36	5,23

Fonte: BCE.

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

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale	Società finanziarie diverse dalle IFM			SVF	Società non finanziarie	Amministrazione centrale	Altre amministrazioni pubbliche	
														1
<b>A breve termine</b>														
2020	1.489,4	430,3	126,3	51,6	96,7	836,1	722,5	.	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2021	1.406,7	427,2	126,9	50,1	87,9	764,7	674,9	387,1	138,3	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.372,2	467,9	142,7	51,9	94,7	667,0	621,7	480,9	182,5	116,4	48,2	48,1	133,9	97,1
2023 lug.	1.489,0	580,6	138,5	51,4	99,2	670,7	634,6	509,9	187,0	119,4	36,5	56,6	146,9	122,5
ago.	1.515,0	593,3	142,2	51,5	99,1	680,4	647,9	518,8	230,4	121,9	40,2	40,5	126,0	108,3
set.	1.533,6	592,0	138,3	50,4	92,1	711,3	676,2	521,3	213,9	116,1	42,2	46,8	144,5	126,5
ott.	1.520,5	577,3	139,1	49,1	95,0	709,1	671,7	486,6	197,8	116,3	37,5	51,0	121,5	92,2
nov.	1.531,2	591,7	135,3	48,5	95,6	708,6	667,8	480,0	188,4	120,4	41,4	44,9	126,2	100,2
dic.	1.486,5	582,5	126,3	45,1	82,9	694,7	657,2	307,4	134,1	72,6	30,3	30,3	70,4	58,1
<b>A lungo termine</b>														
2020	19.284,3	4.076,4	3.096,8	1.254,1	1.545,4	10.565,6	9.778,7	.	67,9	83,4	33,6	23,1	141,8	128,3
2021	19.916,6	4.182,2	3.371,8	1.341,1	1.599,6	10.762,9	9.941,9	316,3	67,9	83,4	33,6	23,1	141,8	128,3
2022	17.900,6	3.972,6	3.260,6	1.339,8	1.396,4	9.271,0	8.559,2	298,8	78,5	73,1	29,2	16,6	130,6	121,2
2023 lug.	18.786,8	4.296,4	3.372,3	1.374,6	1.432,1	9.686,0	8.965,9	347,6	140,9	55,7	15,8	18,8	132,2	127,4
ago.	18.814,9	4.311,3	3.364,2	1.357,6	1.427,2	9.712,2	8.989,7	205,9	52,3	47,8	12,0	8,4	97,4	93,9
set.	18.674,8	4.299,1	3.401,7	1.362,6	1.429,5	9.544,5	8.830,9	351,9	91,3	93,6	21,4	29,3	137,8	127,8
ott.	18.713,3	4.346,0	3.399,4	1.359,1	1.430,4	9.537,6	8.825,2	335,9	93,7	70,3	19,7	14,4	157,6	151,4
nov.	19.089,1	4.419,2	3.416,8	1.335,2	1.465,0	9.788,1	9.066,8	307,5	86,7	87,6	20,9	27,1	106,1	101,2
dic.	19.571,1	4.510,2	3.451,3	1.326,7	1.508,4	10.101,2	9.361,0	199,2	66,9	46,4	12,0	17,2	68,8	67,2

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM	SVF	Società non finanziarie	di cui Amministrazione centrale					
							1				
<b>Consistenze</b>											
2020	20.773,7	4.506,7	3.223,1	1.305,7	1.642,1	11.401,8	10.501,2	8.521,7	473,8	1.339,2	6.707,7
2021	21.323,3	4.609,4	3.498,7	1.391,1	1.687,6	11.527,6	10.616,8	10.375,3	600,0	1.549,5	8.224,7
2022	19.272,9	4.440,5	3.403,3	1.391,7	1.491,0	9.938,0	9.180,9	8.718,4	524,9	1.355,0	6.837,9
2023 lug.	20.275,8	4.877,0	3.510,9	1.426,0	1.531,3	10.356,7	9.600,5	9.803,6	619,1	1.524,4	7.659,6
ago.	20.330,0	4.904,6	3.506,4	1.409,1	1.526,3	10.392,6	9.637,7	9.529,8	582,2	1.493,1	7.454,0
set.	20.208,4	4.891,1	3.540,0	1.412,9	1.521,5	10.255,8	9.507,1	9.164,7	576,1	1.424,2	7.163,9
ott.	20.233,8	4.923,3	3.538,5	1.408,2	1.525,4	10.246,6	9.496,9	8.785,7	558,6	1.367,3	6.859,4
nov.	20.620,3	5.010,9	3.552,0	1.383,7	1.560,6	10.496,7	9.734,6	9.403,0	611,2	1.462,1	7.329,3
dic.	21.057,5	5.092,7	3.577,6	1.371,8	1.591,3	10.795,8	10.018,2	9.700,5	622,9	1.476,0	7.601,1
<b>Tasso di crescita<sup>1)</sup></b>											
2023 mag.	4,5	9,1	3,2	2,1	0,5	3,6	4,5	-0,2	-2,6	0,5	-0,1
giu.	5,3	10,3	4,1	3,4	0,8	4,3	5,1	-0,9	-2,4	1,7	-1,3
lug.	6,0	12,2	4,0	2,1	1,6	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,9	-1,3
ago.	5,9	12,2	3,9	1,8	0,9	4,6	5,3	-1,0	-2,0	1,0	-1,2
set.	6,4	11,1	4,9	3,7	1,4	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,9	-1,1
ott.	6,0	10,7	4,8	3,3	1,9	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,7	-1,5
nov.	5,4	10,1	3,6	0,1	2,0	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,8	-1,4
dic.	5,7	11,7	3,1	-1,5	1,9	4,6	5,0	-1,3	-2,9	0,8	-1,6

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.8 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale 1	IPC reale 2	IPP reale 3	Deflatore del PIL reale 4	CLUPM reale 5	CLUPT reale 6	Nominale 7	IPC reale 8
2021	99,6	93,7	93,5	89,4	68,4	86,9	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,4	84,4	63,8	82,2	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,0	.	.	.	121,8	94,7
2023 1° trim.	97,1	93,0	96,9	86,8	65,8	84,8	119,4	93,4
2° trim.	98,2	93,8	98,0	88,0	65,0	85,2	121,4	94,6
3° trim.	98,9	94,9	98,8	88,6	65,2	86,7	123,5	95,9
4° trim.	98,3	94,2	98,4	.	.	.	123,0	95,1
2023 lug.	99,2	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,2
ago.	99,0	95,0	98,9	-	-	-	123,7	96,1
set.	98,5	94,6	98,5	-	-	-	123,0	95,5
ott.	98,0	94,1	98,0	-	-	-	122,5	95,0
nov.	98,7	94,6	98,8	-	-	-	123,4	95,3
dic.	98,2	94,0	98,4	-	-	-	123,2	94,9
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>				
2023 dic.	-0,5	-0,7	-0,4	-	-	-	-0,2	-0,4
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>				
2023 dic.	1,5	1,5	2,7	-	-	-	3,9	2,2

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Fiorino ungherese 4	Yen giapponese 5	Zloty polacco 6	Sterlina britannica 7	Leu romeno 8	Corona svedese 9	Franco svizzero 10	Dollaro statunitense 11	
2021	7,628	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183	
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053	
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081	
2023 1° trim.	7,342	23,785	7,443	388,712	141,981	4,708	0,883	4,9202	11,203	0,992	1,073	
2° trim.	7,644	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089	
3° trim.	7,886	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088	
4° trim.	7,771	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075	
2023 lug.	7,948	23,892	7,451	379,035	155,937	4,443	0,859	4,9411	11,634	0,966	1,106	
ago.	7,910	24,108	7,452	385,047	157,962	4,460	0,859	4,9411	11,812	0,959	1,091	
set.	7,797	24,380	7,457	386,429	157,795	4,598	0,862	4,9656	11,842	0,960	1,068	
ott.	7,720	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056	
nov.	7,809	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081	
dic.	7,787	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2023 dic.	-0,3	0,0	0,0	0,7	-2,9	-1,6	-1,0	0,0	-3,0	-2,0	0,9	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2023 dic.	5,4	0,9	0,2	-6,3	10,1	-7,5	-0,9	1,0	2,0	-4,3	3,0	

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2022 4° trim.	31.081,0	30.811,8	269,2	12.269,1	10.087,5	11.099,7	12.824,9	18,4	6.579,6	7.899,5	1.114,2	15.838,2
2023 1° trim.	31.597,9	31.462,3	135,6	12.277,8	10.022,2	11.332,6	13.396,9	-9,4	6.863,4	8.043,2	1.133,5	16.089,2
2° trim.	31.742,7	31.558,7	184,1	12.170,2	9.895,0	11.711,0	13.708,1	-34,9	6.790,7	7.955,6	1.105,7	16.057,7
3° trim.	31.882,7	31.556,1	326,7	12.247,4	9.999,7	11.762,3	13.707,3	-57,7	6.816,7	7.849,1	1.114,1	16.042,7
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2023 3° trim.	225,4	223,1	2,3	86,6	70,7	83,2	96,9	-0,4	48,2	55,5	7,9	113,4
<i>Transazioni</i>												
2022 4° trim.	-514,9	-575,6	60,7	-250,0	-282,3	101,0	87,6	0,1	-375,2	-380,9	9,2	-
2023 1° trim.	405,4	366,0	39,4	50,5	16,5	63,3	159,7	15,3	295,0	189,8	-18,6	-
2° trim.	4,7	-45,1	49,8	-108,7	-116,7	205,7	138,0	-4,8	-89,4	-66,4	1,9	-
3° trim.	102,5	2,1	100,4	6,4	-4,1	86,5	112,5	-3,4	15,2	-106,3	-2,2	-
2023 giu.	24,7	-54,5	79,2	-8,3	-88,3	100,2	147,3	-10,7	-58,8	-113,5	2,4	-
lug.	136,7	103,8	32,9	0,5	26,8	52,5	5,1	-8,9	92,3	71,9	0,4	-
ago.	99,0	77,6	21,5	16,5	4,6	32,7	44,9	3,3	45,3	28,1	1,3	-
set.	-133,3	-179,3	46,0	-10,5	-35,5	1,3	62,5	2,2	-122,4	-206,2	-3,9	-
ott.	9,5	-12,7	22,2	-48,3	-64,8	-19,8	-6,8	17,1	56,7	58,9	3,7	-
nov.	100,3	29,3	71,0	20,7	24,0	59,4	7,9	1,9	16,8	-2,6	1,5	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2023 nov.	58,1	-286,2	344,3	-341,3	-434,9	457,4	408,8	18,2	-67,3	-260,2	-8,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2023 nov.	0,4	-2,0	2,4	-2,4	-3,1	3,2	2,9	0,1	-0,5	-1,8	-0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.1 Aggregati monetari<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2020	1.364,0	8.905,5	10.269,5	1.028,8	2.448,9	3.477,7	13.747,1	102,2	624,5	9,4	736,1	14.483,2
2021	1.470,4	9.825,2	11.295,6	918,8	2.504,9	3.423,7	14.719,3	118,7	644,1	25,3	788,1	15.507,4
2022	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2022 4° trim.	1.539,5	9.763,4	11.302,9	1.382,1	2.563,9	3.946,0	15.248,9	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,7
2023 1° trim.	1.542,2	9.456,4	10.998,5	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,2	102,6	676,7	91,5	870,7	16.050,9
2° trim.	1.535,3	9.178,3	10.713,6	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,7
3° trim.	1.535,6	8.985,4	10.521,1	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15.993,9
2023 giu.	1.535,3	9.178,3	10.713,6	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.096,5	114,4	695,9	83,8	894,2	15.990,7
lug.	1.534,5	9.084,0	10.618,5	1.922,2	2.506,8	4.428,9	15.047,4	121,8	694,6	77,8	894,2	15.941,6
ago.	1.534,0	9.008,9	10.542,9	1.993,8	2.485,1	4.478,9	15.021,9	122,0	699,5	84,3	905,8	15.927,7
set.	1.535,6	8.985,4	10.521,1	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.072,7	131,0	714,4	75,7	921,2	15.993,9
ott.	1.536,0	8.868,5	10.404,5	2.168,9	2.453,3	4.622,2	15.026,7	144,3	711,8	90,1	946,1	15.972,9
nov. <sup>(p)</sup>	1.534,0	8.840,0	10.374,0	2.231,5	2.447,0	4.678,5	15.052,5	161,4	719,6	74,0	955,0	16.007,5
Transazioni												
2020	139,5	1.266,9	1.406,4	-33,3	85,9	52,6	1.459,0	19,8	110,1	2,2	132,0	1.591,1
2021	107,7	910,7	1.018,4	-121,0	65,7	-55,3	963,1	12,3	20,3	13,2	45,8	1.008,9
2022	69,2	-45,8	23,4	428,9	55,5	484,3	507,7	3,9	2,4	76,6	82,8	590,5
2022 4° trim.	1,9	-331,4	-329,5	205,9	10,1	216,0	-113,6	6,2	43,0	0,7	50,0	-63,6
2023 1° trim.	1,3	-346,4	-345,1	245,9	-10,8	235,1	-110,0	-22,1	30,4	43,7	52,1	-57,9
2° trim.	-6,9	-276,4	-283,3	226,7	-30,2	196,5	-86,9	11,9	19,2	-5,3	25,8	-61,1
3° trim.	0,3	-202,2	-202,0	224,0	-52,1	171,9	-30,1	16,0	18,2	-8,9	25,3	-4,7
2023 giu.	-1,7	-91,8	-93,5	94,3	-11,3	83,1	-10,4	2,4	5,8	-5,1	3,1	-7,3
lug.	-0,9	-91,3	-92,2	58,6	-11,0	47,6	-44,6	7,7	-1,4	-5,0	1,3	-43,3
ago.	-0,4	-82,4	-82,9	75,9	-21,7	54,2	-28,7	-0,1	4,8	4,8	9,4	-19,2
set.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,5	14,8	-8,6	14,6	57,8
ott.	0,4	-114,8	-114,4	83,5	-12,3	71,2	-43,2	13,3	-2,7	13,2	23,7	-19,4
nov. <sup>(p)</sup>	-2,0	-22,0	-24,0	66,0	-6,2	59,8	35,9	17,8	7,7	-16,0	9,5	45,3
Variazioni percentuali												
2020	11,4	16,4	15,8	-3,1	3,6	1,5	11,8	24,5	21,2	-	21,7	12,3
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	7,0
2022	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2022 4° trim.	4,7	-0,5	0,2	45,7	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023 1° trim.	1,4	-5,7	-4,7	69,2	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0
2° trim.	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
2023 giu.	0,4	-9,3	-8,0	85,7	-0,3	24,0	-0,6	-2,4	14,4	325,9	22,4	0,5
lug.	0,1	-10,5	-9,1	85,2	-1,0	23,9	-1,4	-1,7	16,7	226,2	21,1	-0,4
ago.	-0,2	-11,9	-10,4	85,9	-2,3	23,8	-2,4	-1,2	16,9	162,5	20,4	-1,3
set.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2
ott.	-0,4	-11,5	-10,0	72,9	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,5	264,2	22,9	-1,0
nov. <sup>(p)</sup>	-0,5	-10,9	-9,5	68,6	-4,1	20,8	-1,8	18,2	13,0	95,3	17,9	-0,9

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.2 Depositi di M3<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2020	2.966,2	2.513,8	308,9	140,0	3,5	7.664,8	4.965,6	438,4	2.260,0	0,9	1.118,3	237,4	498,6
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.275,4	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,5	497,6	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,0	236,9	560,6
2022 4° trim.	3.360,4	2.721,5	497,6	134,9	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,0	236,9	560,6
2023 1° trim.	3.332,6	2.595,7	595,6	132,6	8,6	8.377,5	5.433,2	566,2	2.377,1	0,9	1.227,4	230,5	572,6
2° trim.	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,3	229,1	564,0
3° trim.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,3
2023 giu.	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,3	229,1	564,0
lug.	3.310,4	2.467,9	700,2	131,6	10,7	8.363,4	5.269,6	755,0	2.338,0	0,8	1.180,3	216,6	564,1
ago.	3.314,9	2.452,4	719,7	132,1	10,8	8.360,0	5.238,0	804,5	2.316,7	0,8	1.157,2	217,5	560,3
set.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,4	5.205,9	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,3
ott.	3.326,2	2.413,7	768,3	131,4	12,9	8.345,9	5.149,9	909,0	2.286,3	0,7	1.205,7	210,4	546,7
nov. <sup>(p)</sup>	3.328,7	2.408,1	772,2	132,0	16,4	8.363,4	5.114,8	969,0	2.278,8	0,8	1.226,1	223,4	538,5
<b>Transazioni</b>													
2020	510,7	465,0	55,6	-6,9	-3,0	612,6	561,7	-53,7	104,6	0,0	159,6	20,9	35,5
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	161,7	-10,4	46,0
2022	121,5	-89,4	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	74,6	53,9	0,1	1,5	8,2	14,6
2022 4° trim.	8,6	-104,7	113,4	1,5	-1,7	30,7	-52,9	75,1	8,6	-0,1	-153,8	-6,2	11,6
2023 1° trim.	-37,0	-136,3	97,7	-0,6	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,2	-5,1	8,2
2° trim.	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,2	-1,2	-11,3
3° trim.	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,9	-111,3	149,3	-52,9	0,0	30,6	-17,3	1,1
2023 giu.	17,7	-26,8	44,5	0,0	0,0	-4,2	-41,4	47,6	-10,4	-0,1	-26,5	1,9	4,8
lug.	-20,8	-33,3	13,0	-0,3	-0,2	-0,2	-41,9	53,7	-12,0	0,0	-2,8	-12,4	0,1
ago.	2,9	-16,6	19,1	0,4	0,0	-4,9	-36,7	53,1	-21,3	0,0	-2,9	0,6	-4,0
set.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,7	0,0	56,2	-5,5	5,0
ott.	5,4	-23,7	31,4	-0,4	-1,9	-5,3	-55,9	61,5	-10,8	-0,1	-9,7	-2,0	-18,6
nov. <sup>(p)</sup>	6,8	-2,8	5,1	0,7	3,7	18,8	-34,4	60,5	-7,4	0,1	24,9	13,5	-8,2
<b>Variazioni percentuali</b>													
2020	20,6	22,5	21,6	-4,6	-45,1	8,7	12,8	-10,9	4,9	-5,4	15,9	9,6	7,7
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,4	-4,3	9,3
2022	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2022 4° trim.	3,7	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,1	2,3	19,9	0,4	3,6	2,7
2023 1° trim.	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	56,8	1,4	-10,8	-8,4	0,3	3,2
2° trim.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
3° trim.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
2023 giu.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,1	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,4
lug.	-0,6	-14,0	118,3	1,9	12,7	0,6	-5,7	111,8	-1,1	6,4	-15,3	-9,3	-1,8
ago.	-2,3	-15,7	107,5	0,8	37,5	0,2	-6,7	124,2	-2,4	-1,0	-18,6	-7,5	-2,4
set.	-1,2	-14,1	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,5	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
ott.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,0	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
nov. <sup>(p)</sup>	-1,8	-12,9	59,1	1,1	102,5	-0,3	-8,5	131,9	-4,3	-18,6	-8,3	-9,1	-4,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>			A imprese di assicurazione e fondi pensione
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
2020	5.898,2	996,3	4.889,9	14.325,2	11.917,4	12.294,2	4.709,1	6.132,1	908,1	168,1	1.543,2	864,5
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1
2022	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3
2022 4° trim.	6.361,6	1.004,6	5.332,0	15.390,1	12.990,2	13.183,7	5.131,4	6.632,1	1.079,1	147,6	1.563,7	836,3
2023 1° trim.	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,3	13.019,5	13.214,7	5.136,1	6.665,6	1.076,5	141,4	1.556,9	849,9
2° trim.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3
3° trim.	6.211,4	989,2	5.197,2	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6
2023 giu.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,5	12.982,2	13.210,7	5.126,9	6.634,3	1.078,5	142,5	1.575,1	869,3
lug.	6.239,5	984,3	5.229,8	15.438,4	12.988,8	13.215,7	5.125,2	6.628,6	1.099,6	135,4	1.573,3	876,4
ago.	6.256,9	987,3	5.244,5	15.414,5	12.963,8	13.186,6	5.119,9	6.632,8	1.079,9	131,2	1.573,7	877,1
set.	6.211,4	989,2	5.197,2	15.428,9	12.977,5	13.194,2	5.114,6	6.633,5	1.092,2	137,2	1.576,8	874,6
ott.	6.196,3	987,3	5.183,9	15.451,3	13.008,6	13.224,3	5.112,7	6.641,7	1.119,1	135,1	1.562,4	880,3
nov. <sup>(p)</sup>	6.213,5	985,9	5.202,4	15.489,3	13.036,2	13.247,1	5.121,3	6.652,3	1.128,5	134,1	1.575,2	877,9
<b>Transazioni</b>												
2020	1.037,1	12,8	1.024,1	736,4	538,3	558,9	288,5	209,1	22,6	18,0	170,0	28,1
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	175,9	9,4	165,7	634,8	624,3	680,6	269,9	242,0	125,8	-13,4	16,9	-6,4
2022 4° trim.	31,1	3,0	27,5	20,1	-7,8	37,8	-6,5	26,8	-16,2	-11,8	15,7	12,1
2023 1° trim.	-72,9	-17,5	-55,3	2,5	3,7	7,7	-2,2	14,8	-3,0	-5,9	-9,7	8,5
2° trim.	-75,1	-8,6	-67,0	0,9	-32,0	-1,0	-5,2	-28,6	0,8	1,0	17,6	15,3
3° trim.	-19,1	1,6	-20,4	8,0	-0,2	-11,6	-8,5	1,6	12,1	-5,3	2,4	5,8
2023 giu.	10,8	-3,7	14,7	-8,3	-10,3	-13,1	-3,6	3,9	-11,9	1,3	-1,9	3,9
lug.	-34,9	-2,4	-32,6	15,0	11,0	8,5	0,7	-4,8	22,1	-7,0	-2,1	6,0
ago.	14,9	2,4	12,9	-23,5	-24,1	-27,9	-3,9	4,2	-20,1	-4,3	0,3	0,3
set.	1,0	1,6	-0,6	16,5	12,9	7,8	-5,3	2,2	10,1	6,0	4,1	-0,5
ott.	-16,6	0,8	-17,6	31,7	36,9	34,1	2,5	9,9	26,3	-1,8	-13,3	8,2
nov. <sup>(p)</sup>	-25,9	-1,9	-24,0	38,3	36,3	30,6	12,6	12,3	12,3	-0,8	9,5	-7,5
<b>Variazioni percentuali</b>												
2020	22,1	1,3	27,8	5,4	4,7	4,7	6,5	3,5	2,5	10,2	11,4	3,3
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2022 4° trim.	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,1	-0,6
2023 1° trim.	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
3° trim.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
2023 giu.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,5
lug.	-2,8	-2,3	-3,0	1,3	1,1	1,7	1,7	0,7	3,2	-15,0	1,1	5,4
ago.	-2,1	-2,1	-2,1	0,6	0,1	0,7	0,1	0,4	0,4	-13,9	1,7	5,2
set.	-2,1	-2,1	-2,2	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,7	5,0
ott.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
nov. <sup>(p)</sup>	-3,0	-1,7	-3,3	0,4	0,1	0,4	-0,4	0,2	3,4	-10,5	0,9	3,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.4 Prestiti delle IMF alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				6	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2020	4.709,1	4.830,6	897,6	1.008,9	2.802,6	6.132,1	6.401,8	700,5	4.724,9	706,7
2021	4.864,8	4.995,8	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.637,3	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2022 4° trim.	5.131,4	5.139,0	967,2	1.078,9	3.085,3	6.632,1	6.831,4	717,2	5.214,6	700,3
2023 1° trim.	5.136,1	5.150,3	940,7	1.092,7	3.102,6	6.665,6	6.870,6	723,6	5.236,0	706,0
2° trim.	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
3° trim.	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,3	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
2023 giu.	5.126,9	5.147,0	924,2	1.088,2	3.114,5	6.634,3	6.868,1	726,0	5.207,9	700,4
lug.	5.125,2	5.144,4	919,8	1.088,6	3.116,8	6.628,6	6.863,4	727,4	5.205,0	696,2
ago.	5.119,9	5.124,1	902,0	1.085,1	3.132,8	6.632,8	6.863,9	729,8	5.209,0	694,0
set.	5.114,6	5.124,5	902,8	1.085,3	3.126,5	6.633,5	6.863,0	731,6	5.210,5	691,4
ott.	5.112,7	5.121,0	897,3	1.087,7	3.127,7	6.641,7	6.862,1	731,0	5.222,8	688,0
nov. <sup>(p)</sup>	5.121,3	5.136,8	904,8	1.088,0	3.128,6	6.652,3	6.866,8	731,6	5.231,5	689,1
<b>Transazioni</b>										
2020	288,5	325,6	-53,8	138,4	203,9	209,1	193,4	-11,7	210,7	10,2
2021	176,9	208,8	-1,6	2,3	176,1	261,7	266,8	10,7	255,0	-3,9
2022	269,9	309,7	78,6	77,7	113,6	242,0	249,5	22,6	218,5	1,0
2022 4° trim.	-6,5	22,8	-28,7	18,6	3,6	26,8	35,6	4,9	22,5	-0,7
2023 1° trim.	-2,2	5,7	-24,1	11,1	10,9	14,8	22,0	4,6	15,0	-4,7
2° trim.	-5,2	-1,2	-15,1	-2,9	12,8	-28,6	-0,6	3,9	-27,6	-4,9
3° trim.	-8,5	-18,8	-21,8	-3,3	16,6	1,6	-2,2	7,6	2,7	-8,8
2023 giu.	-3,6	-2,3	-0,5	-6,6	3,4	3,9	-1,5	0,5	4,1	-0,7
lug.	0,7	-0,9	-3,1	0,6	3,2	-4,8	-3,7	2,3	-2,9	-4,2
ago.	-3,9	-18,7	-18,9	-3,2	18,3	4,2	0,6	2,7	3,9	-2,3
set.	-5,3	0,8	0,1	-0,6	-4,9	2,2	1,0	2,6	1,8	-2,2
ott.	2,5	-0,3	-4,2	3,2	3,5	9,9	0,3	0,2	12,4	-2,7
nov. <sup>(p)</sup>	12,6	19,6	10,4	0,2	2,0	12,3	5,9	1,1	9,3	1,9
<b>Variazioni percentuali</b>										
2020	6,5	7,1	-5,6	15,9	7,8	3,5	3,1	-1,6	4,7	1,5
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2022 4° trim.	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,2	4,4	0,1
2023 1° trim.	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
2° trim.	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
3° trim.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
2023 giu.	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,3	-1,7
lug.	1,7	2,2	-3,1	5,1	2,0	0,7	1,3	2,6	0,8	-2,1
ago.	0,1	0,7	-7,8	2,6	1,8	0,4	1,0	3,0	0,5	-2,5
set.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,9	0,2	-2,7
ott.	-0,9	-0,3	-9,6	1,5	1,1	0,2	0,6	2,8	0,3	-3,1
nov. <sup>(p)</sup>	-0,4	0,0	-7,6	1,6	1,2	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

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

	Passività delle IFM					Attività delle IFM				
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro				Attività nette sull'estero	Altre			
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni		Capitali e riserve	Totale		
1	2	3	4	5	6	7	8	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	10
<b>Consistenze</b>										
2020	711,2	6.952,7	1.915,1	42,1	1.988,5	3.006,9	1.441,7	482,0	136,7	141,1
2021	736,9	6.881,5	1.838,9	37,1	1.994,5	3.010,9	1.377,6	411,1	128,5	136,8
2022	649,3	6.746,9	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,4	1.333,4	379,7	137,8	147,6
2022 4° trim.	649,3	6.746,9	1.782,6	45,9	2.116,1	2.802,4	1.333,4	379,7	137,8	147,6
2023 1° trim.	574,1	6.915,1	1.791,9	55,5	2.171,6	2.896,2	1.426,2	334,4	152,1	165,8
2° trim.	485,8	6.985,6	1.806,8	61,4	2.231,2	2.886,2	1.465,2	295,1	168,6	172,6
3° trim.	456,3	7.137,8	1.825,0	72,9	2.361,9	2.878,0	1.635,2	312,4	153,8	163,3
2023 giu.	485,8	6.985,6	1.806,8	61,4	2.231,2	2.886,2	1.465,2	295,1	168,6	172,6
lug.	464,6	7.096,6	1.807,0	64,5	2.319,6	2.905,5	1.547,9	277,0	153,8	156,4
ago.	439,8	7.138,3	1.807,1	68,0	2.340,6	2.922,5	1.580,4	253,9	165,9	161,8
set.	456,3	7.137,8	1.825,0	72,9	2.361,9	2.878,0	1.635,2	312,4	153,8	163,3
ott.	440,3	7.220,0	1.819,7	77,6	2.410,7	2.912,0	1.738,3	247,1	163,1	151,4
nov. <sup>(p)</sup>	407,8	7.257,8	1.811,2	83,7	2.426,4	2.936,5	1.777,6	192,6	170,4	162,0
<b>Transazioni</b>										
2020	288,3	-36,9	-14,8	-8,0	-101,4	87,3	-66,8	135,9	-43,6	-47,5
2021	26,3	-38,6	-74,9	-5,0	-40,0	81,4	-111,2	-118,2	-8,3	-4,3
2022	-84,5	37,7	-89,7	-4,4	14,8	117,0	-70,5	-196,4	10,5	17,9
2022 4° trim.	2,2	57,9	-12,4	1,1	50,5	18,7	49,2	-103,9	-10,2	1,0
2023 1° trim.	-81,9	89,3	5,9	5,0	67,3	11,2	63,7	-43,8	15,0	18,9
2° trim.	-88,1	95,1	13,9	6,1	60,1	15,0	93,0	-72,9	16,5	6,7
3° trim.	-29,7	90,5	17,3	11,4	38,5	23,4	128,1	-60,8	-13,0	-6,0
2023 giu.	-13,0	31,2	2,9	2,6	24,4	1,3	37,9	-29,4	-5,4	-11,5
lug.	-21,2	29,2	0,8	3,0	16,1	9,3	42,1	-57,5	-14,8	-16,2
ago.	-24,8	27,1	0,1	3,5	15,6	7,9	28,1	-36,4	12,1	5,4
set.	16,3	34,2	16,3	4,9	6,8	6,3	57,9	33,1	-10,3	4,8
ott.	-16,1	34,5	-4,4	4,7	26,1	8,0	61,5	-77,6	9,3	-12,0
nov. <sup>(p)</sup>	-32,5	31,9	-7,1	6,1	32,4	0,6	54,9	-22,6	7,3	10,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2020	82,2	-0,5	-0,8	-15,9	-4,7	3,0	-	-	-24,2	-25,2
2021	3,7	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2022 4° trim.	-11,5	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,9	12,7
2023 1° trim.	-22,6	2,4	-3,4	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,2	1,3
2° trim.	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
3° trim.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
2023 giu.	-37,6	3,5	-2,2	25,0	8,7	3,0	-	-	1,7	10,2
lug.	-38,9	4,0	-1,5	32,5	9,7	2,7	-	-	-10,9	-1,6
ago.	-34,9	4,5	-0,4	37,0	10,1	2,9	-	-	5,9	11,5
set.	-30,3	4,9	1,4	48,7	10,4	2,4	-	-	5,7	14,1
ott.	-34,5	5,6	1,7	57,7	11,1	3,0	-	-	14,9	-0,6
nov. <sup>(p)</sup>	-40,3	5,5	1,2	68,3	11,1	2,9	-	-	7,5	-2,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria: disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Fondi previdenziali	
	1	2	3	4	5	6
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 1° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,0
2° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,1
3° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti			Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti				Spese in conto capitale		
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 4° trim.	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 1° trim.	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
2° trim.	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
3° trim.	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

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

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

### 6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti <sup>1)</sup>

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

	Variazione del rapporto debito/PIL <sup>2)</sup>	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2019	-2,0	-1,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	-1,2	0,9
2020	13,1	5,5	2,2	2,5	2,0	0,4	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,3	9,6
2021	-2,4	3,8	-0,2	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,0	5,1
2022	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2022 4° trim.	-3,8	1,9	-0,3	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,2	0,6	-0,6	-5,4	2,7
2023 1° trim.	-3,8	2,0	-0,7	-0,7	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-5,1	2,3
2° trim.	-3,2	2,1	-0,7	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	0,7	-0,4	-4,5	2,4
3° trim.	-2,3	1,7	0,0	-0,5	-0,7	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,1	-4,1	2,8

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

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

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

### 6.5 Titoli del debito pubblico <sup>1)</sup>

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere				Transazioni		
		Scadenze fino a 3 mesi	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	A tasso variabile		Zero coupon	A tasso fisso		Emissioni	Rimborsi		
								Scadenze fino a 1 anno					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	14,9	13,5	4,2	1,4	0,4	7,6	2,0	1,2	-0,1	2,2	2,1	0,0	0,8
2021	14,0	12,7	4,2	1,3	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2022 3° trim.	13,0	11,7	3,7	1,3	0,3	8,1	1,6	1,1	0,0	1,9	1,9	0,6	0,4
4° trim.	13,2	11,9	4,2	1,3	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,8	1,9	1,1	0,5
2023 1° trim.	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,3	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2° trim.	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
2023 lug.	13,6	12,3	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	2,0	1,9	3,0	1,2
ago.	13,5	12,2	4,0	1,3	0,3	8,1	1,9	1,4	1,7	2,0	1,9	3,2	1,4
set.	13,8	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,2	1,8	2,0	1,7	3,4	1,5
ott.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,2	1,9	2,0	1,7	3,5	1,7
nov.	13,6	12,3	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
dic.	13,8	12,5	4,4	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	2,1	2,0	1,7	3,6	1,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
2019	-2,0	1,5	0,1	0,5	0,9	-3,1	-3,1	0,2	-1,5	0,9
2020	-8,9	-4,3	-5,4	-5,0	-9,7	-10,1	-9,0	-7,3	-9,6	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,5	-2,5	-8,8	-1,9
2022	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2022 4° trim.	-3,5	-2,5	-1,0	1,7	-2,4	-4,7	-4,8	0,1	-8,0	2,4
2023 1° trim.	-3,9	-3,0	-1,3	2,0	-2,5	-4,4	-4,6	-0,2	-8,1	3,0
2° trim.	-4,0	-3,1	-1,7	2,2	-2,4	-4,6	-4,9	-0,4	-7,9	3,4
3° trim.	-4,1	-2,7	-2,2	1,9	-1,2	-4,4	-4,8	0,3	-6,8	3,2
<b>Debito pubblico</b>										
2019	97,6	59,6	8,5	57,1	180,6	98,2	97,4	70,9	134,2	93,0
2020	111,8	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,6	86,8	154,9	114,9
2021	108,0	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	112,9	78,1	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2022 4° trim.	104,3	66,1	18,5	44,4	172,6	111,6	111,8	68,2	141,7	85,6
2023 1° trim.	106,4	65,7	17,2	43,6	169,3	111,2	112,3	69,1	140,9	83,1
2° trim.	105,9	64,7	18,5	43,2	167,1	111,2	111,8	66,5	142,5	85,1
3° trim.	108,0	64,8	18,2	43,6	165,5	109,8	111,9	64,4	140,6	79,4
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
<b>Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico</b>										
2019	-0,5	0,5	2,2	0,5	1,8	0,6	0,1	0,7	-1,2	-0,9
2020	-4,5	-6,5	-3,4	-9,6	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,4	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,6	-7,5	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,7	-0,3	-5,7	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,8
2022 4° trim.	-4,6	-0,7	-0,3	-5,6	-0,1	-3,5	-0,3	-3,0	-2,0	-0,5
2023 1° trim.	-4,4	-1,2	-0,6	-4,8	-0,1	-3,3	0,1	-3,2	-2,6	-0,4
2° trim.	-3,0	-1,2	-0,7	-4,2	-0,2	-3,6	0,0	-3,2	-3,4	-1,1
3° trim.	-3,3	-1,1	-0,4	-3,4	0,1	-3,5	0,5	-3,5	-4,7	-1,5
<b>Debito pubblico</b>										
2019	36,7	35,8	22,4	40,0	48,6	70,6	116,6	65,4	48,0	64,9
2020	42,2	46,2	24,6	52,2	54,7	83,0	134,9	79,6	58,9	74,7
2021	44,0	43,4	24,5	54,0	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,5
2022	41,0	38,1	24,7	52,3	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2022 4° trim.	41,0	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,3	57,8	73,3
2023 1° trim.	43,0	38,1	28,3	51,5	48,3	80,2	112,3	72,0	58,0	73,3
2° trim.	39,5	38,1	28,2	49,6	46,9	78,5	110,0	70,4	59,6	74,5
3° trim.	41,4	37,4	25,7	49,3	45,9	78,2	107,5	71,4	58,6	73,8

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany  
Telefono +49 69 1344 0  
Sito Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 24 gennaio 2024.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-24-001-IT-N (online)