

## Bollettino economico

Numero 1 / 2025

# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
<b>Sintesi</b>	<b>3</b>
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	13
3    Prezzi e costi	21
4    Andamenti del mercato finanziario	28
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	32
<b>Riquadri</b>	<b>41</b>
1    Prospettive per l'inflazione dei servizi negli Stati Uniti e nel Regno Unito	41
2    Aumento dei redditi reali: vero o presunto? Il ruolo che le percezioni delle famiglie svolgono nei consumi	47
3    Il ruolo dei fattori demografici nei recenti andamenti del tasso di disoccupazione	52
4    L'impatto economico degli eventi alluvionali	57
5    Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	62
6    Modifiche al sistema delle garanzie dell'Eurosistema volte a promuovere una maggiore armonizzazione	68
7    Dalle conferenze stampa ai discorsi: l'impatto della comunicazione di politica monetaria della BCE	72
8    Stime del tasso naturale per l'area dell'euro: indicazioni, incertezze e lacune	77
<b>Articoli</b>	<b>83</b>
1    Competitività europea: il ruolo delle istituzioni e le motivazioni per le riforme strutturali	83
<b>Riquadro 1</b> Infrastrutture fisiche e digitali in Europa	96
2    La dinamica salariale durante e dopo il periodo di inflazione elevata	100

<b>Riquadro 1</b>	Variazioni nel tempo della pendenza della curva di Phillips dei salari	113
<b>Riquadro 2</b>	Salari e trasmissione degli shock all'inflazione	119
3	Fabbisogno di investimenti verdi nell'UE e relativo finanziamento	123
<b>Statistiche</b>		<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione del 30 gennaio 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Il processo di disinflazione è ben avviato. L'inflazione ha continuato a evolvere sostanzialmente in linea con le proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, e nel corso del 2025 dovrebbe tornare all'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo suggerisce che l'inflazione si collocherà stabilmente intorno all'obiettivo. L'inflazione interna rimane elevata, principalmente perché salari e prezzi in determinati settori si stanno ancora adeguando con considerevole ritardo al passato incremento dell'inflazione. La crescita delle retribuzioni si sta però moderando, in linea con le attese, e i profitti ne stanno parzialmente attenuando l'impatto sull'inflazione.

Le recenti riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo stanno gradualmente rendendo meno onerosi i nuovi prestiti per imprese e famiglie. Al tempo stesso, le condizioni di finanziamento continuano a essere rigide, anche perché la politica monetaria rimane restrittiva e i passati rialzi dei tassi di interesse si stanno ancora trasmettendo ai crediti in essere; alcuni prestiti in scadenza sono quindi rinnovati a tassi più elevati. L'economia sta ancora affrontando circostanze avverse, ma l'aumento dei redditi reali e il graduale venir meno degli effetti della politica monetaria restrittiva dovrebbero sostenere la ripresa della domanda nel corso del tempo.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

## Attività economica

Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, l'economia ha ristagnato nel quarto trimestre del 2024. Dovrebbe restare debole nel breve periodo. Le indagini segnalano una perdurante contrazione nel settore manifatturiero, a fronte di un'espansione nel comparto dei servizi. Il clima di fiducia dei consumatori è fragile e le famiglie non hanno ancora tratto dall'aumento dei redditi reali uno stimolo sufficiente a incrementare significativamente la propria spesa.

Ciononostante, continuano a sussistere i presupposti per una ripresa. Malgrado l'indebolimento registrato negli ultimi mesi, il mercato del lavoro continua a mostrare vigore, con un tasso di disoccupazione che si mantiene basso, al 6,3 per cento a dicembre. Un mercato del lavoro solido e redditi più elevati dovrebbero migliorare il clima di fiducia dei consumatori e consentire un aumento della spesa. La maggiore convenienza del credito dovrebbe inoltre stimolare i consumi e gli investimenti nel corso del tempo. A condizione che le tensioni commerciali non si intensifichino, le esportazioni dovrebbero sostenere la ripresa a fronte dell'aumento della domanda mondiale.

Le politiche strutturali e di bilancio dovrebbero accrescere la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. Il Consiglio direttivo accoglie con favore l'iniziativa della Commissione europea denominata Bussola per la competitività, che fornisce un piano di azione concreto. È fondamentale dare seguito, con ulteriori politiche strutturali concrete e ambiziose, alle proposte di Mario Draghi per una maggiore competitività europea e a quelle di Enrico Letta per il rafforzamento del mercato unico. I governi dovrebbero dare piena e tempestiva attuazione ai propri impegni nell'ambito del quadro della governance economica dell'UE. Contribuiranno così a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito pubblico/PIL, dando al tempo stesso priorità a riforme e investimenti volti a favorire la crescita.

## Inflazione

L'inflazione sui dodici mesi è salita al 2,4 per cento a dicembre 2024, dal 2,2 di novembre. Come nei due mesi precedenti, l'aumento era atteso e riflette principalmente il fatto che i bruschi cali passati dei prezzi dell'energia non rientrano più nel calcolo del tasso. Oltre all'incremento di dicembre sul mese precedente, ciò ha determinato lievi rincari dell'energia su base annua, dopo quattro cali consecutivi. L'inflazione della componente alimentare è diminuita al 2,6 per cento e quella dei beni allo 0,5, mentre è cresciuta al 4 per cento per i servizi.

L'andamento della maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è in linea con un ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. L'inflazione interna, che segue da vicino l'andamento della componente dei servizi, è rimasta elevata, giacché i prezzi di alcuni servizi e i salari si stanno ancora adeguando con considerevole ritardo al passato incremento

dell'inflazione. Al tempo stesso, segnali recenti indicano una perdurante moderazione delle spinte salariali e l'effetto di compensazione dei profitti.

Il Consiglio direttivo si attende che l'inflazione oscilli intorno ai livelli attuali nel breve periodo, per poi attestarsi stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine. L'attenuarsi delle pressioni sul costo del lavoro e il perdurante impatto sui prezzi al consumo del passato inasprimento della politica monetaria condotta dal Consiglio direttivo dovrebbero favorire questo processo. Sebbene gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati abbiano segnato un'ampia inversione rispetto alle flessioni osservate nell'autunno del 2024, la maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine continua a collocarsi intorno al 2 per cento.

## Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Maggiori frizioni nel commercio internazionale potrebbero pesare sulla crescita dell'area dell'euro, frenando le esportazioni e indebolendo l'economia mondiale. Il calo di fiducia potrebbe impedire ai consumi e agli investimenti di recuperare al ritmo atteso. Ciò potrebbe essere amplificato dai rischi geopolitici, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, suscettibili di causare interruzioni nelle forniture di energia e di gravare ulteriormente sugli scambi internazionali. La crescita potrebbe inoltre risultare inferiore se gli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria durassero più a lungo di quanto atteso, mentre potrebbe rivelarsi superiore se le migliori condizioni di finanziamento e il calo dell'inflazione consentissero un più rapido recupero dei consumi e degli investimenti interni.

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

## Condizioni finanziarie e monetarie

Nell'area dell'euro i tassi di interesse di mercato sono aumentati dalla riunione del 12 dicembre 2024 del Consiglio direttivo, riflettendo in parte i tassi più elevati nei

mercati finanziari internazionali. Pur in presenza di condizioni di finanziamento tuttora restrittive, le riduzioni dei tassi di interesse stabilite dal Consiglio direttivo stanno gradualmente rendendo meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie.

A novembre il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è sceso al 4,5 per cento, mentre il costo del debito emesso sul mercato si è mantenuto al 3,6 e il tasso medio sui nuovi mutui ipotecari è sceso al 3,5.

La crescita dei prestiti bancari alle imprese è salita all'1,5 per cento a dicembre, dall'1,0 di novembre, a fronte di un ingente flusso mensile. Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle imprese si è ridotto al 3,2 per cento sul periodo corrispondente. L'erogazione di mutui ha continuato ad aumentare gradualmente, ma è rimasta nel complesso contenuta, registrando un tasso di crescita sui dodici mesi dell'1,1 per cento.

Come rilevato dall'indagine sul credito bancario condotta a gennaio 2025, i criteri di concessione dei prestiti alle imprese si sono nuovamente irrigiditi nel quarto trimestre del 2024, dopo essersi perlopiù stabilizzati nei quattro trimestri precedenti. Il nuovo inasprimento riflette principalmente i maggiori timori delle banche circa i rischi cui è esposta la clientela, nonché la loro minore disponibilità ad assumere rischi. La domanda di prestiti da parte delle imprese ha registrato un lieve incremento nel quarto trimestre, rimanendo tuttavia debole nel complesso. I criteri di concessione dei mutui si sono mantenuti essenzialmente invariati, dopo tre trimestri di allentamento, mentre la domanda di mutui è tornata a segnare un forte aumento, dovuto soprattutto ai tassi di interesse più favorevoli.

## Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti, rispettivamente, al 2,75, al 2,90 e al 3,15 per cento, con effetto dal 5 febbraio 2025.

I portafogli del programma di acquisto di attività e del programma di acquisto per l'emergenza pandemica si stanno riducendo a un ritmo misurato e prevedibile, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza.

Il 18 dicembre scorso, con il rimborso dei restanti importi ricevuti dalle banche nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, si è conclusa questa fase del processo di normalizzazione del bilancio.

## Conclusioni

Nella riunione del 30 gennaio 2025 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale,

ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione.

In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

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

# 1

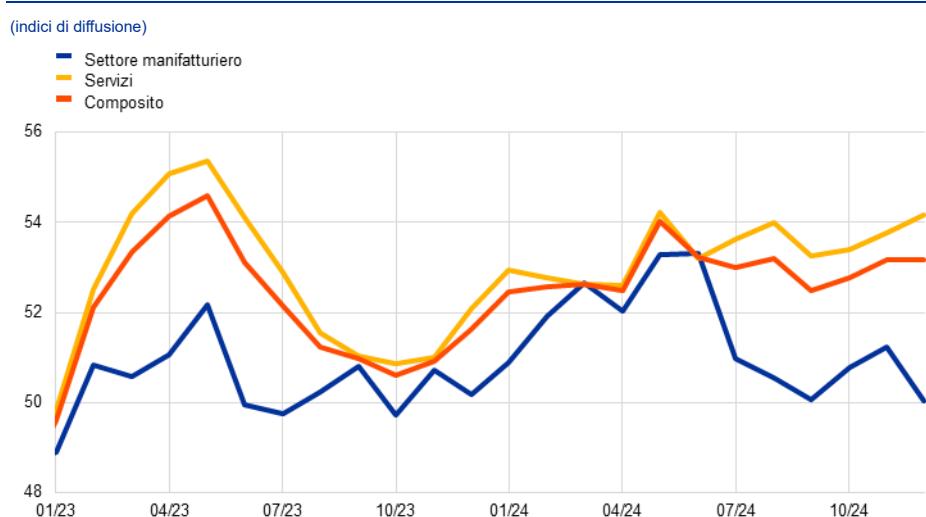
## Contesto esterno

*Nel periodo in esame, compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025, l'attività economica mondiale si è mantenuta robusta, seppur in modo disomogeneo tra settori e regioni. Alla fine del 2024 la crescita del commercio mondiale ha subito una moderazione, anche se il buon andamento delle importazioni statunitensi, forse a fronte della crescente incertezza sulle politiche commerciali future, è rimasto una determinante fondamentale della dinamica del commercio mondiale. L'inflazione complessiva a livello mondiale è cresciuta, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, ma l'inflazione di fondo ha continuato a diminuire gradualmente.*

**La crescita dell'attività mondiale si è mantenuta robusta, seppur in modo disomogeneo tra settori e regioni, e tale tendenza dovrebbe essere proseguita agli inizi del 2025.** A dicembre 2024 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) si è mantenuto stabile a 53,2, invariato rispetto a novembre (cfr. il grafico 1). La solida crescita nel settore dei servizi è stata controbilanciata dalla perdurante debolezza del settore manifatturiero (il PMI relativo al prodotto in tale settore si è collocato su un valore neutro pari a 50). Ciò è principalmente dovuto a un rallentamento del ciclo manifatturiero nelle economie avanzate, dove l'indice PMI relativo al prodotto è sceso a 47,2. Nelle economie emergenti è rimasto al di sopra della soglia neutra, nonostante una lieve flessione rispetto ai mesi precedenti. I dati disponibili sulla produzione industriale confermano tali differenze regionali: le variazioni sui tre mesi rispetto ai tre mesi precedenti indicano una lieve contrazione nelle economie avanzate e una moderata espansione in quelle emergenti, portando la crescita mondiale della produzione manifatturiera all'1,1 per cento a novembre. Nel complesso, i modelli di stima corrente della BCE indicano una crescita costante, sul periodo precedente, di circa l'1,0 per cento nel quarto trimestre del 2024 e dell'1,1 per cento nel primo trimestre del 2025.

**Grafico 1**

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



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

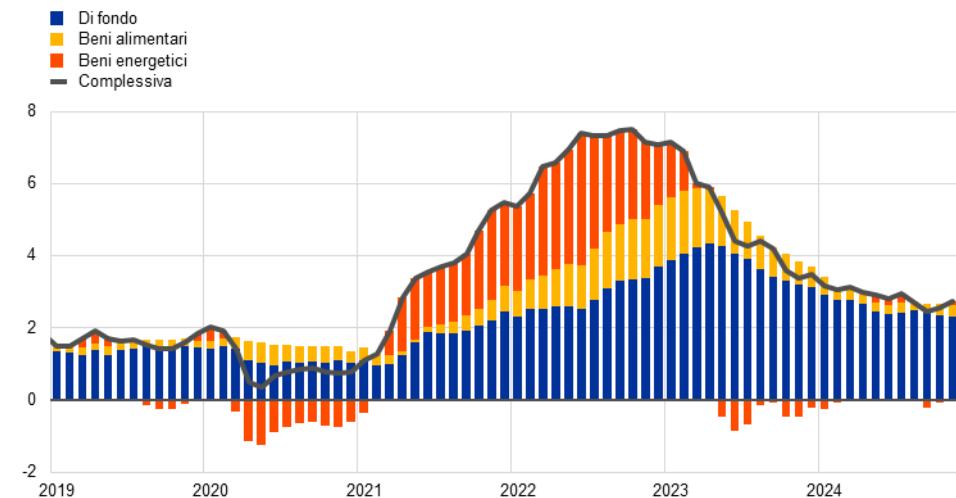
**Alla fine del 2024 la crescita del commercio mondiale ha subito una moderazione, sebbene il forte aumento delle importazioni statunitensi abbia continuato a rappresentare un fattore di spinta.** Nel complesso, i modelli a brevissimo termine della BCE indicano una crescita media del commercio mondiale dello 0,7 per cento nel quarto trimestre del 2024 e nel primo del 2025. Ciò rappresenta una moderazione rispetto agli elevati tassi di crescita medi dell'1,5 per cento, registrati nel secondo e terzo trimestre del 2024, quando i timori di scioperi nei porti e di interruzioni lungo le catene di approvvigionamento prima della stagione natalizia, in particolare negli Stati Uniti, avevano determinato un aumento delle importazioni. Sebbene in seguito tali timori siano in qualche misura diminuiti, le importazioni statunitensi sono rimaste vigorose alla fine dell'anno, forse in presenza di incertezze sulle politiche commerciali della nuova amministrazione degli Stati Uniti. I dati portuali in entrata per Los Angeles e Long Beach indicano un notevole aumento del numero di navi da carico in entrata dalla Cina nella seconda metà del 2024, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nel complesso i dati granulari indicano che, nel quarto trimestre del 2024, le importazioni statunitensi sono rimaste una determinante fondamentale della crescita del commercio mondiale. In prospettiva, se da un lato gli sforzi per anticipare potenziali restrizioni commerciali potrebbero continuare a sostenere il commercio all'inizio del primo trimestre del 2025, dall'altro potrebbero successivamente manifestarsi andamenti sfavorevoli, fra cui nuovi dazi e il venir meno dell'osservata anticipazione delle importazioni. A dicembre 2024 i nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero sono diminuiti, evidenziando una perdurante debolezza del ciclo manifatturiero e timidi segnali di rallentamento del commercio mondiale.

**L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è aumentata, ma l'inflazione di fondo continua a diminuire.** A novembre 2024 il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è salito al 2,7 per cento, dal 2,6 del mese precedente (cfr. il grafico 2). L'aumento dell'inflazione complessiva è riconducibile in larga misura ai rincari dei beni energetici, mentre il contributo dei beni alimentari è rimasto sostanzialmente stabile. Tuttavia l'inflazione di fondo, che esclude i prezzi dei beni energetici e alimentari, è scesa lievemente al 3,1 per cento, continuando a riportarsi lentamente sulle medie storiche. In prospettiva, la crescita delle importazioni e della domanda di trasporto marittimo ha iniziato a influire sulle tariffe di quest'ultimo, che hanno cominciato ad aumentare nell'ultimo trimestre del 2024, ma sono ancora al di sotto del livello massimo raggiunto a luglio dello stesso anno. Nel complesso, i rinnovati rischi al rialzo per l'inflazione rimangono contenuti nel breve periodo.

## Grafico 2

### Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

**Nel periodo in esame, compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025, il rincaro dei corsi del greggio di qualità Brent è stato del 4,7 per cento, mentre i prezzi del gas in Europa sono aumentati del 14,6 per cento.** Il rincaro del petrolio è stato alimentato principalmente da fattori dal lato dell'offerta, a seguito delle recenti sanzioni adottate dagli Stati Uniti nei confronti dei flussi di petrolio russo, nonché dai primi segnali di frizione circa le esportazioni iraniane. L'aumento dei prezzi del gas in Europa è riconducibile a una combinazione di fattori dal lato della domanda e dell'offerta. Dal lato dell'offerta, la fine dell'accordo di transito tra Russia e Ucraina ha spinto al rialzo i prezzi, nonostante fosse ampiamente previsto. Le pressioni dal lato dell'offerta sono state inoltre aggravate da interruzioni presso un impianto norvegese di gas naturale liquefatto. Dal lato della domanda, temperature più rigide del solito alla fine di dicembre hanno determinato un aumento dei consumi. Di conseguenza, alla fine del 2024 lo stoccaggio del gas in Europa è sceso al di sotto dei livelli registrati a fine anno nel 2022 e nel 2023 e prima della crisi energetica. Le quotazioni dei metalli sono rimaste stabili per tutto il periodo in esame, giacché le importazioni a elevata intensità di metalli, effettuate a scopo precauzionale dalla Cina, hanno compensato l'incertezza di più lungo periodo circa le politiche tariffarie degli Stati Uniti. I prezzi dei beni alimentari sono aumentati del 5,9 per cento a causa dei rincari di mais e cacao.

#### L'attività negli Stati Uniti rimane robusta, anche se le prospettive per

**l'inflazione sono divenute più incerte.** Nell'ultimo trimestre del 2024, il PIL in termini reali ha subito un rallentamento pur rimanendo robusta, allo 0,6 per cento sul periodo precedente, in calo dallo 0,8 per cento del trimestre precedente<sup>1</sup>. La spesa per consumi personali (SCP) ha continuato a trainare la domanda interna, che è

<sup>1</sup> La stima preliminare del PIL relativo al quarto trimestre del 2024 è stata pubblicata il 30 gennaio 2025, un giorno dopo la data ultima di aggiornamento dei dati inclusi in questo numero del Bollettino.

aumentata ulteriormente sia per i beni sia per i servizi, principalmente a causa dell'aumento del reddito disponibile reale. Per contro, gli investimenti privati hanno frenato l'attività, in quanto gli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale sono diminuiti sul trimestre precedente a causa dei minori contributi forniti dai mezzi di trasporto e di informazione, che sono stati tuttavia ampiamente compensati da un aumento degli investimenti in edilizia residenziale. Il mercato del lavoro statunitense continua a raffreddarsi ma, al tempo stesso, a mostrare capacità di tenuta.

Negli Stati Uniti l'occupazione dipendente nel settore non agricolo è aumentata di 256.000 unità a dicembre, sulla scia di un volatile ultimo trimestre del 2024, influenzato da uragani e scioperi. Nel complesso, nel 2024 sono stati aggiunti 2,2 milioni di posti di lavoro, in calo rispetto all'espansione di 3 milioni registrata nel 2023. A dicembre il tasso di disoccupazione è sceso al 4,1 per cento, dal 4,2 di novembre, mentre il tasso di partecipazione è rimasto invariato al 62,5 per cento, con modeste oscillazioni nel corso dell'anno. La crescita salariale è diminuita lievemente, al 3,9 per cento sul periodo corrispondente, continuando a avvicinarsi all'intervallo compreso tra il 3 e il 3,5 per cento che il Federal Reserve System ritiene coerente con il proprio obiettivo di inflazione. A novembre l'inflazione complessiva misurata sull'SCP negli Stati Uniti è salita al 2,4 per cento a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, mentre l'inflazione di fondo misurata sull'SCP è rimasta al 2,8 per cento e l'inflazione della componente dei servizi è scesa al 2,5 per cento. L'IPC di dicembre segnala un lieve aumento dell'inflazione complessiva misurata sull'SCP e un'ulteriore diminuzione di quella di fondo misurata sull'SCP nel breve periodo.

Nel complesso, le principali fonti dell'inflazione si stanno riducendo negli Stati Uniti, in quanto la crescita salariale dovrebbe continuare a seguire un andamento discendente e in generale gli affitti hanno continuato a diminuire. Nella riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 29 gennaio 2025, i suoi membri hanno ritenuto che i rischi al ribasso per il mercato del lavoro si fossero attenuati in un contesto di accresciuta incertezza sulle prospettive di inflazione, in particolare per quanto riguarda l'impatto delle modifiche proposte alle politiche in materia di commercio e immigrazione.

**L'attività cinese ha registrato una ripresa alla fine del 2024, ma la domanda interna rimane debole.** Nel quarto trimestre del 2024 la crescita del PIL sul periodo precedente è salita all'1,6 per cento, dall'1,3 del trimestre precedente. Gli indicatori mensili relativi a dicembre hanno evidenziato che la ripresa del PIL e della produzione industriale è stata trainata principalmente da un programma governativo mirato allo scambio di beni di consumo con sconti su nuovi prodotti dello stesso tipo, nonché da un'impennata delle esportazioni. Nonostante il recente miglioramento, le vendite al dettaglio rimangono modeste giacché il clima di fiducia dei consumatori, persistentemente negativo, continua a pesare su una più ampia ripresa della spesa. I recenti annunci di politica monetaria segnalano un maggiore sostegno monetario e di bilancio nell'anno in corso. Nel contempo, il mercato immobiliare mostra alcuni segnali localizzati di stabilizzazione, sebbene i principali indicatori siano ancora deboli. Le esportazioni hanno continuato a crescere, soprattutto verso gli Stati Uniti, anche se gli esportatori cinesi nutrono sempre maggiori timori circa la crescente incertezza commerciale. A dicembre l'inflazione al consumo in Cina è diminuita ulteriormente, allo 0,1 per cento dallo 0,2 di novembre, mentre l'inflazione dei prezzi alla produzione è rimasta in territorio negativo. In media, i prezzi alla produzione

hanno subito una contrazione del 2,2 per cento nel 2024, determinando una significativa dinamica al ribasso dei prezzi delle esportazioni cinesi.

**L'attività nel Regno Unito rimane debole in un contesto di inflazione persistente.** L'economia britannica è rimasta debole nel quarto trimestre del 2024. Dopo un calo imprevisto a ottobre, la crescita del PIL in termini reali nel Regno Unito è aumentata marginalmente a novembre, portandosi a zero nei tre mesi fino a novembre. Tale andamento segue una crescita già piatta nel terzo trimestre. A dicembre l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa lievemente, al 2,5 per cento dal 2,6 di novembre, riflettendo in parte il calo dell'inflazione dei servizi. L'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra dell'obiettivo per tutto il 2025, sostenuta dall'aumento di spesa pubblica e imposte sull'occupazione, nonché dal perdurante riassorbimento degli effetti base legati all'energia. In linea con il previsto incremento dell'inflazione, le aspettative delle imprese sulla crescita dei prezzi nell'anno a venire sono aumentate nei mesi di novembre e dicembre. Tale tendenza è in linea con maggiori aspettative di inflazione delle famiglie, che potrebbero fornire un contributo a persistenti pressioni inflazionistiche interne. Nella riunione di dicembre, la Bank of England ha mantenuto il tasso di riferimento al 4,75 per cento.

## 2

## Attività economica

*Il prodotto dell'area dell'euro ha ristagnato nel quarto trimestre del 2024. Sebbene non sia ancora disponibile la scomposizione della spesa, gli indicatori di breve periodo segnalano contributi positivi dei consumi privati e pubblici, ampiamente compensati dal calo degli investimenti, unitamente a un contributo sostanzialmente neutro dell'interscambio netto. Per quanto riguarda i settori, è probabile che alla fine del 2024 l'attività nel comparto industriale abbia continuato a contrarsi, mentre in quello dei servizi abbia evidenziato una crescita moderata. I dati delle indagini segnalano il protrarsi, nel primo trimestre del 2025, di una moderata espansione trainata dai servizi. Allo stesso tempo, questi indicatori segnalano la perdurante debolezza nel settore industriale, in un contesto caratterizzato da una modesta domanda di beni, dall'impatto del precedente inasprimento della politica monetaria e dalla notevole incertezza sulle politiche commerciali. Tale debolezza si riflette attualmente nella contrazione della domanda di lavoro nel settore. L'attività nell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi nel medio periodo. La crescita dovrebbe essere sostenuta da una ripresa dei consumi, grazie alla protratta tenuta dei mercati del lavoro e al calo dell'inflazione. Anche il rafforzamento della domanda estera e il venir meno degli effetti frenanti esercitati dal precedente inasprimento della politica monetaria dovrebbero, in prospettiva, sostenere la crescita. Le prospettive economiche sono tuttavia circondate da un elevato grado di incertezza.*

**Secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, il prodotto dell'area dell'euro ha ristagnato nel quarto trimestre del 2024 (cfr. il grafico 3).** Nel quarto trimestre il PIL in termini reali ha registrato una crescita nulla sul periodo precedente, dopo aver segnato una crescita positiva nei tre trimestri precedenti del 2024<sup>2</sup>. Complessivamente, si stima che nel 2024 il PIL sia aumentato dello 0,7 per cento<sup>3</sup>. Sebbene non sia ancora disponibile la scomposizione della spesa, gli indicatori di breve periodo e i dati nazionali disponibili segnalano contributi positivi da parte dei consumi privati e pubblici, compensati dal calo degli investimenti, mentre il contributo dell'interscambio netto è stato sostanzialmente nullo. Allo stesso tempo, è probabile che il settore industriale sia rimasto debole, mentre quello dei servizi abbia mostrato una maggiore capacità di tenuta. Le dinamiche di crescita nel quarto trimestre si sono confermate disomogenee tra le maggiori economie dell'area dell'euro: il PIL è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente in Spagna, mentre è diminuito dello 0,2 per cento in Germania e dello 0,1 in Francia, ed è rimasto invariato in Italia. Nel contempo, il prodotto ha segnato un calo dell'1,3 per cento in Irlanda. I dati del quarto trimestre relativi al prodotto per l'area dell'euro determinano un effetto di trascinamento dello 0,3 per cento sulla crescita annua del 2025<sup>4</sup>.

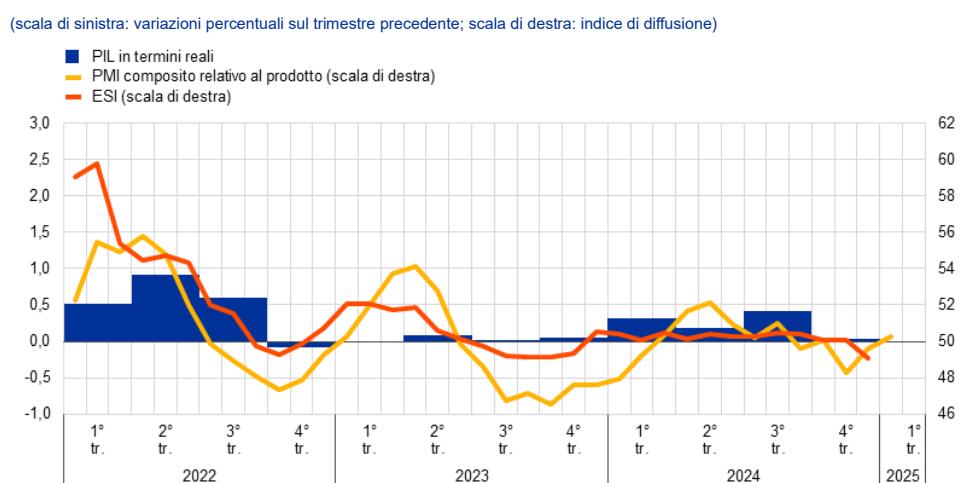
<sup>2</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 29 gennaio 2025, ad eccezione di quelli relativi al PIL, aggiornati al 30 gennaio.

<sup>3</sup> Il tasso di crescita sui dodici mesi si basa su dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario. I dati non corretti non sono disponibili per tutti gli Stati membri inclusi nelle stime rapide del PIL.

<sup>4</sup> Ciò implica che nel 2025 il PIL crescerebbe dello 0,3 per cento se tutti i tassi di crescita trimestrali nell'anno in corso fossero uguali a zero (ossia se il PIL trimestrale si mantenesse allo stesso livello del quarto trimestre del 2024).

### Grafico 3

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



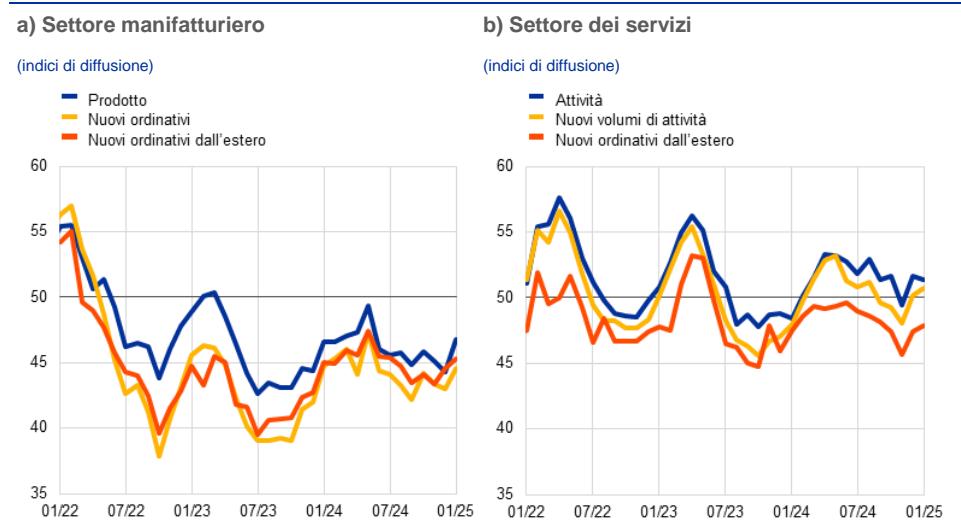
Fonti: Eurostat, Commissione europea e S&P Global.

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; le barre mostrano i dati trimestrali. L'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea è stato standardizzato e riscalato in modo da avere la stessa media e deviazione standard dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per il PIL in termini reali, a gennaio 2025 per il PMI composito relativo al prodotto e a dicembre 2024 per l'ESI.

**I dati delle indagini segnalano il protrarsi, nel primo trimestre del 2025, di una moderata espansione trainata dai servizi.** Nonostante i dati economici attinenti al primo trimestre siano scarsi, l'indice PMI più recente offre indicazioni preliminari sugli andamenti all'inizio dell'anno. A gennaio l'indice PMI composito relativo al prodotto è stato pari a 50,2, in aumento rispetto alla media di 49,3 registrata nel quarto trimestre del 2024. Fra i settori, a gennaio il PMI relativo al prodotto nel comparto manifatturiero è rimasto al di sotto della soglia compatibile con l'espansione, sebbene sia migliorato rispetto al quarto trimestre del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 4). L'indice dei nuovi ordinativi, che dovrebbe avere carattere maggiormente prospettico, ha mostrato un andamento analogo. Nel complesso, da questi indicatori si evince che in prospettiva la debolezza del settore industriale proseguirà, a fronte della modesta domanda di beni e dell'impatto del precedente inasprimento della politica monetaria. I dati del PMI relativi ai servizi, che finora hanno trainato la ripresa dell'attività economica, continuano a segnalare una crescita positiva, sia in termini di attività sia di nuovi volumi di attività (cfr. il pannello b) del grafico 4). Le oscillazioni del PMI segnalano che le recenti differenze settoriali permarranno verosimilmente nel breve periodo. Le principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie indicano una modesta dinamica dell'attività nel breve termine, con una produzione manifatturiera invariata o in calo e una maggiore tenuta dell'attività nel settore dei servizi (cfr. il riquadro 5). Anche la diffusa incertezza sulle politiche economiche dovrebbe gravare sulle attese di crescita nei primi mesi del 2025. Sebbene tale prospettiva nel breve termine trovi riscontro nella più recente indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta a gennaio, le società interpellate confermano di attendersi una graduale ripresa dell'attività economica nei prossimi trimestri.

**Grafico 4**

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

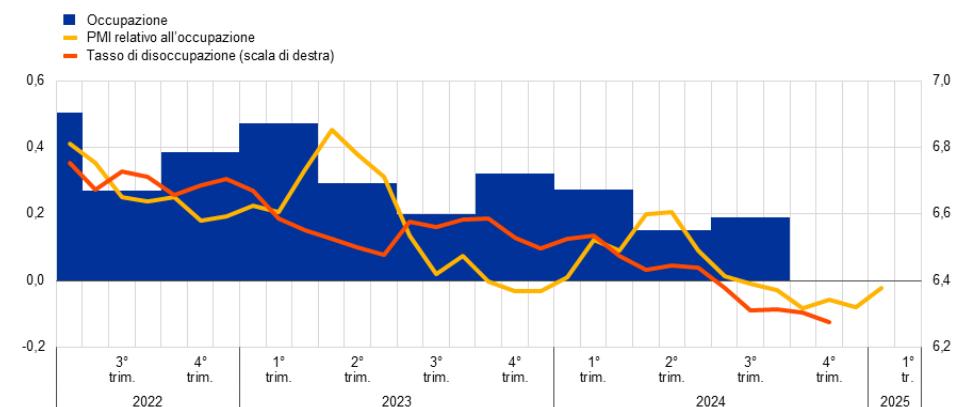


**Il tasso di disoccupazione si mantiene basso, nonostante i segnali di graduale rallentamento nel mercato del lavoro.** Il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,3 per cento a novembre, invariato rispetto al mese di ottobre (cfr. il grafico 5). Il cambiamento nella composizione delle forze di lavoro a favore di lavoratori in età più avanzata e con un livello di istruzione più elevato ha rappresentato uno dei fattori alla base di tale calo negli ultimi due anni (cfr. il riquadro 3). Ciononostante, il mercato del lavoro continua a mostrare segnali di un graduale raffreddamento. È probabile che nel quarto trimestre del 2024 la crescita delle forze di lavoro, che ha costituito una determinante fondamentale della dinamica dell'occupazione nel periodo successivo alla pandemia, si sia stabilizzata su un tasso inferiore rispetto agli ultimi trimestri, confermandosi tuttavia elevata in confronto ai tassi medi osservati fino al 2019. Nel contempo, la domanda di lavoro si sta attenuando. Il numero di posizioni vacanti disponibili negli annunci pubblicati sul sito Internet Indeed si sono confermate notevolmente inferiori rispetto ai primi mesi del 2024, mentre il numero di nuovi posti di lavoro è diminuito per tutto il mese di dicembre.

## Grafico 5

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

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



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

Note: le due linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per l'occupazione, a gennaio 2025 per il PMI relativo all'occupazione e a novembre 2024 per il tasso di disoccupazione.

**Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che il rallentamento del mercato del lavoro continuerà nel primo trimestre del 2025.** A gennaio l'indicatore mensile del PMI composito relativo all'occupazione è aumentato a 49,8 da 49,2 segnato a dicembre, rimanendo intorno alla soglia neutra di 50 punti (cfr. il grafico 5). Le risultanze relative all'indice composito celano andamenti divergenti tra i settori. Le percezioni sulla crescita dell'occupazione sono diventate più negative nel settore manifatturiero, mentre sono tornate in territorio positivo in quello dei servizi. Il PMI relativo all'occupazione nel settore dei servizi si conferma tuttavia ben al di sotto della media del 2024. Le evidenze di prospettive modeste per l'occupazione fornite dagli indici PMI sono in linea con i risultati dei recenti contatti della BCE con le società non finanziarie (cfr. il riquadro 5). Nel complesso, la più debole dinamica dell'occupazione dovrebbe sostenere una graduale ripresa della produttività del lavoro nel periodo a venire.

**I consumi privati in termini reali sono aumentati dello 0,7 per cento nel terzo trimestre del 2024, di riflesso alla forte crescita del reddito e al calo dell'elevato tasso di risparmio delle famiglie.** Dopo un aumento medio dello 0,1 per cento nei precedenti quattro trimestri, la spesa delle famiglie è stata alimentata dalla forte domanda di servizi osservata nel terzo trimestre del 2024, in parte riconducibile a fattori di natura temporanea (ad esempio i giochi olimpici e paralimpici di Parigi 2024) (cfr. il pannello a) del grafico 6). La moderazione dell'inflazione dei beni alimentari ed energetici ha altresì contribuito alla ripresa del consumo di beni. Nel terzo trimestre il tasso di risparmio delle famiglie è diminuito, pur rimanendo elevato, al 15,2 per cento, riflettendo l'effetto positivo sui risparmi del persistente aumento del reddito reale, le condizioni di finanziamento ancora restrittive, la debolezza del clima di fiducia e l'elevata incertezza (cfr. il pannello b) del grafico 6). La crescita del reddito delle famiglie ha continuato a essere trainata dal consistente aumento dei redditi da lavoro.

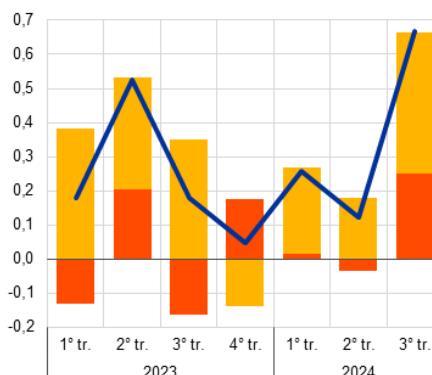
## Grafico 6

### Reddito, consumi e risparmi delle famiglie

#### a) Consumi privati in termini reali

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

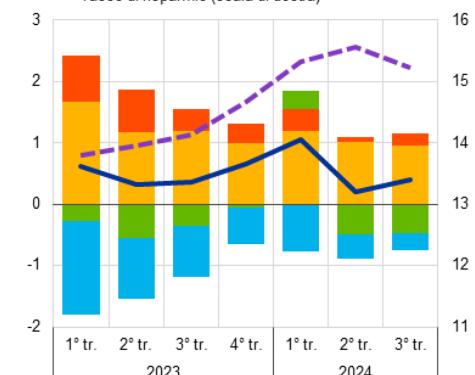
— Consumi privati in termini reali  
— Beni  
— Servizi



#### b) Reddito e risparmi

(variazioni percentuali sul trimestre precedente e contributi in punti percentuali; in percentuale del reddito disponibile lordo)

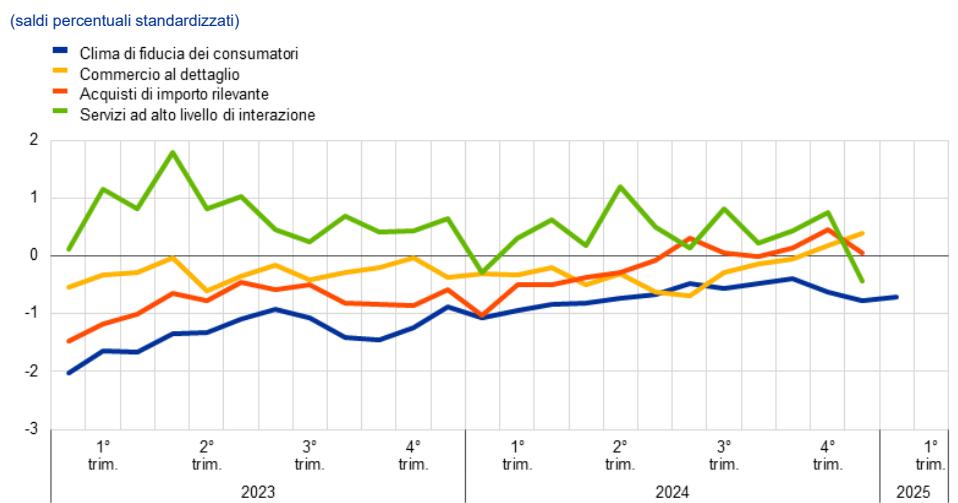
— Reddito reale delle famiglie  
— Reddito da lavoro  
— Reddito non da lavoro  
— Reddito fiscale  
— Deflattore dei consumi  
— Tasso di risparmio (scala di destra)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la voce "Consumi privati in termini reali" si riferisce al concetto nazionale di consumo e le componenti si riferiscono a quello interno. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024. Nel pannello b) il reddito da lavoro è calcolato come il costo del lavoro dipendente, mentre la voce "Reddito non da lavoro" include il reddito da lavoro autonomo, il reddito netto da interessi, i dividendi e i canoni di locazione; il reddito fiscale è calcolato come componente residuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**È probabile che la spesa delle famiglie abbia segnato una moderazione al volgere dell'anno, di riflesso anche al venir meno dei fattori temporanei osservati nel terzo trimestre.** Il volume delle vendite al dettaglio ha mostrato una dinamica debole all'inizio del quarto trimestre del 2024, suggerendo una probabile moderazione della crescita dei consumi privati alla fine dell'anno. I dati delle indagini segnalano inoltre il protrarsi della crescita della spesa delle famiglie, sebbene più contenuta, al volgere dell'anno. A gennaio 2025 l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è aumentato (cfr. il grafico 7), pur rimanendo modesto a causa delle deboli aspettative circa le condizioni economiche generali e quelle finanziarie delle famiglie per i prossimi dodici mesi, in un contesto caratterizzato da un'incertezza ancora elevata. A dicembre 2024 le aspettative delle imprese relative ai servizi ad alto livello di interazione sono diminuite al di sotto della loro media storica, suggerendo una moderazione della domanda di servizi nel primo trimestre del 2025. Per contro, le aspettative relative al commercio al dettaglio per i tre mesi successivi sono migliorate ulteriormente a dicembre e l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE indica che la spesa pianificata per le vacanze relativa ai successivi dodici mesi si conferma robusta. A dicembre le aspettative dei consumatori circa gli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi si sono ridimensionate, pur rimanendo in linea con la media antecedente la pandemia. Nel complesso, i miglioramenti del potere d'acquisto delle famiglie e della loro percezione del reddito reale dovrebbero essere le determinanti principali della protratta crescita dei consumi privati (cfr. il riquadro 2).

**Grafico 7****Clima di fiducia dei consumatori e aspettative**

Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese relative alla domanda di servizi ad alto livello di interazione e quelle relative al commercio al dettaglio si riferiscono ai tre mesi successivi, mentre le aspettative dei consumatori relative agli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi. Per motivi legati alla disponibilità dei dati, la prima serie è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, mentre le altre tre serie nel grafico sono standardizzate sul periodo 1999-2019. La voce "Servizi ad alto livello di interazione" comprende i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2025 per il clima di fiducia dei consumatori e a dicembre 2024 per le voci restanti.

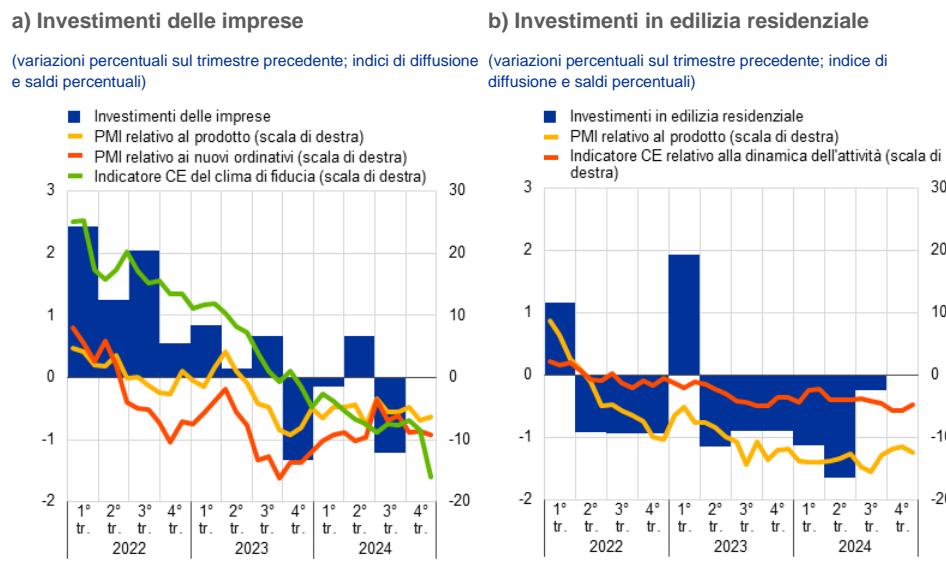
**Gli investimenti delle imprese sono rimasti contenuti intorno al volgere dell'anno.**

Nel terzo trimestre del 2024 gli investimenti delle imprese (approssimati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi) hanno subito una contrazione dell'1,2 per cento sul periodo precedente, in un contesto di elevata volatilità. Al tempo stesso, gli investimenti in macchinari sono diminuiti per il terzo trimestre consecutivo e gli investimenti nei trasporti hanno segnato una flessione, dopo una lieve ripresa osservata nella prima metà dell'anno. Gli investimenti immateriali hanno continuato ad aumentare a un ritmo moderato. Nel settore dei beni di investimento, il prodotto e i nuovi ordinativi sono ulteriormente diminuiti nel quarto trimestre, mentre il clima di fiducia nel settore industriale tra i produttori di beni di investimento è bruscamente sceso a un livello minimo che non si osservava dal 2020 (cfr. il pannello a) del grafico 8). I dati ricavati dalle indagini più ampie, pubblicati principalmente alla fine del 2024, non lasciano presagire una imminente ripresa degli investimenti delle imprese all'inizio del 2025, sebbene indagini più prospettiche segnalino miglioramenti nel periodo a venire. Gli annunci degli utili relativi al quarto trimestre del 2024 suggeriscono il perdurante deterioramento del clima di fiducia degli investitori e di quello relativo ai profitti dall'inizio del 2024. Le aspettative sulla produzione ricavate dal PMI per i dodici mesi successivi e gli indicatori di utilizzo della capacità produttiva per l'economia in generale pubblicati dalla Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (ECFIN) a dicembre sono rimasti ben al di sotto dei livelli tipici coerenti con la crescita degli investimenti. Aspettative sottotono all'inizio dell'anno emergono anche dai recenti contatti della BCE presso le società non finanziarie, con particolare riguardo alla razionalizzazione e alla riduzione dell'impronta ecologica laddove gli investimenti si confermano solidi (cfr. il riquadro 5). A gennaio l'indice del clima di fiducia degli investitori Sentix è sceso

al minimo degli ultimi 27 mesi, a fronte del crescente numero di fallimenti e della notevole incertezza sul piano geopolitico, commerciale e della politica economica, anche se l'indicatore a sei mesi è meno negativo e segnala un miglioramento delle prospettive. Analogamente, l'ultima indagine ECFIN sugli investimenti prevede una crescita modesta degli investimenti delle imprese nel 2025.

### Grafico 8

#### Dinamiche degli investimenti privati in termini reali e dati delle indagini



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

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

**Nel terzo trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono nuovamente diminuiti, seppure a un ritmo più contenuto rispetto ai trimestri precedenti.** Nel terzo trimestre gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo precedente, segnando un rallentamento significativo della tendenza al ribasso iniziata nel secondo trimestre del 2022 (cfr. il pannello b) del grafico 8). Nel quarto trimestre il prodotto nel settore delle costruzioni si è collocato a ottobre e a novembre, in media, su un livello superiore a quello registrato nel terzo trimestre. Tuttavia, le concessioni edilizie si sono mantenute al minimo storico, a indicare che le pressioni derivanti dai progetti in corso di realizzazione sono state limitate. Inoltre, le misure dell'attività desunte dalle indagini, come il PMI relativo al prodotto nel settore dell'edilizia residenziale e l'indicatore della Commissione europea per l'attività nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, negli ultimi tre mesi, sono rimaste modeste fino a dicembre. Nel complesso ciò suggerisce che gli investimenti in edilizia residenziale abbiano probabilmente ristagnato nel quarto trimestre. In ottica futura, le recenti indagini della BCE segnalano un andamento favorevole delle prospettive degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nei prossimi trimestri. Nell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES),

le aspettative delle famiglie riguardanti il mercato degli immobili residenziali, come emerge dall'appetibilità degli investimenti in abitazioni, hanno sostanzialmente raggiunto i loro livelli medi. Dall'indagine sul credito bancario di gennaio si evince che la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni dovrebbe continuare a migliorare nel primo trimestre del 2025 (cfr. la sezione 5 *Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi*).

**A novembre 2024 le esportazioni dell'area dell'euro hanno subito una contrazione, a fronte delle persistenti sfide in termini di competitività.**

Gli ordinativi dall'estero hanno continuato a diminuire a dicembre sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. La debolezza della crescita delle esportazioni riflette il protrarsi di una più ampia tendenza al calo delle quote di mercato dell'area dell'euro, a fronte di persistenti problemi di competitività per i produttori dell'area (compresi i settori a contenuto tecnologico medio-alto ed elevato) e di una crescente concorrenza da parte della Cina (cfr. il riquadro 5). Nel contempo, a novembre, le importazioni sono aumentate dell'1,1 per cento su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, in linea con il protrarsi di una crescita modesta dei consumi nel quarto trimestre.

**Nel complesso, l'attività nell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi nel medio periodo.** La crescita dovrebbe essere sostenuta da una ripresa dei consumi, grazie alla protratta tenuta dei mercati del lavoro e al calo dell'inflazione. Il rafforzamento della domanda estera e il venir meno degli effetti frenanti esercitati dal precedente inasprimento della politica monetaria sono fattori che, in prospettiva, dovrebbero altresì favorire la crescita. Tuttavia, le prospettive economiche rimangono caratterizzate da un elevato grado di incertezza, con rischi al ribasso determinati dalle tensioni geopolitiche e commerciali.

### 3

## Prezzi e costi

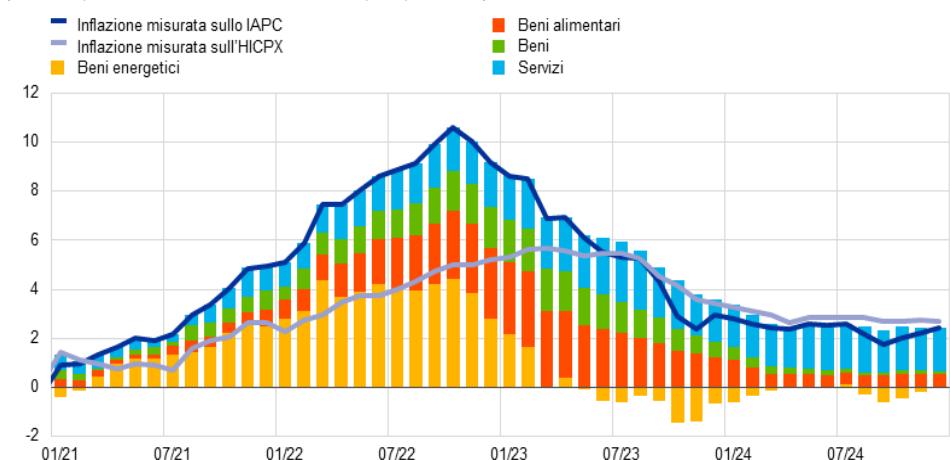
*A dicembre 2024 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro è salita al 2,4 per cento, dal 2,2 in novembre<sup>5</sup>. Tale incremento era atteso ed è stato principalmente riconducibile a effetti base nell'andamento dei prezzi dei beni energetici. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al suo attuale livello. Nel complesso le misure dell'inflazione di fondo evolvono in linea con un ritorno sostenuto all'obiettivo della BCE del 2 per cento a medio termine per l'inflazione complessiva. La misura dell'inflazione interna rimane elevata, trainata dalla robusta crescita salariale e dall'adeguamento ancora in corso dei prezzi in alcuni settori, che scontano un significativo ritardo nell'assorbire gli effetti della precedente impennata inflazionistica. Tuttavia, la crescita salariale si sta moderando, in linea con le previsioni, e i profitti attenuano in parte il loro impatto sull'inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente invariate al 2 per cento circa, mentre quelle delle aspettative di inflazione a più breve termine sono aumentate.*

**L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 2,4 per cento in dicembre, dal 2,2 in novembre (cfr. il grafico 9).** Tale incremento è stato determinato principalmente da un'inflazione dei beni energetici più elevata e da un lieve aumento dell'inflazione dei servizi. L'andamento dell'inflazione per il quarto trimestre del 2024 si è collocato lievemente al di sotto delle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema in dicembre 2024, nonostante i prezzi del petrolio e del gas fossero più elevati di quanto previsto nell'esercizio di dicembre.

### Grafico 9

#### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

<sup>5</sup> I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati al 29 gennaio 2025. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, a gennaio 2025 l'inflazione misurata sullo IAPC è salita al 2,5 per cento.

**L'inflazione dei beni energetici è salita dal -2,0 per cento in novembre allo 0,1 in dicembre 2024.** Tale incremento è riconducibile all'aumento dei tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'elettricità e dei carburanti per il trasporto, mentre i tassi di crescita dei prezzi del gas sono diminuiti lievemente. L'aumento del tasso di variazione dell'inflazione dei beni energetici riflette anche un effetto base al rialzo derivante dal significativo calo dei prezzi dell'energia registrato in dicembre 2023.

**L'inflazione dei beni alimentari è scesa lievemente al 2,6 per cento in dicembre 2024, dal 2,7 del mese precedente.** L'inflazione dei beni alimentari non trasformati è scesa all'1,6 per cento a dicembre, dal 2,3 in novembre a causa principalmente del calo dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli. Tuttavia, tale calo è stato in parte compensato da un aumento dell'inflazione dei beni alimentari trasformati (2,9 per cento in dicembre, dal 2,8 in novembre), sospinto da una forte accelerazione dei prezzi dei tabacchi. Il tasso di inflazione degli alimentari trasformati al netto dei tabacchi si è mantenuto al di sotto del 2 per cento.

**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta invariata in dicembre, collocandosi al 2,7 per cento per il quarto mese consecutivo.** L'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) ha continuato a oscillare attorno alla sua media di lungo periodo, diminuendo lievemente in dicembre allo 0,5 per cento, dallo 0,6 in novembre. Tale flessione è stata compensata da un aumento marginale dell'inflazione dei servizi (4,0 per cento a dicembre, dopo il 3,9 di novembre). A differenza dell'inflazione dei beni industriali non energetici, l'inflazione dei servizi si è mantenuta ben al di sopra della sua media di lungo periodo dell'1,9 per cento, riflettendo l'impatto di pressioni salariali ancora elevate in alcune delle sue voci e gli effetti del ritardo nella revisione dei prezzi in altre. Il lieve calo dell'inflazione dei beni industriali non energetici a dicembre è stato determinato dalla diminuzione dei tassi di inflazione dei beni semidurevoli e durevoli, mentre il tasso di inflazione dei beni non durevoli è rimasto invariato. L'aumento dell'inflazione dei servizi è stato determinato principalmente dal rialzo dei tassi sui dodici mesi per i servizi ricreativi e di trasporto.

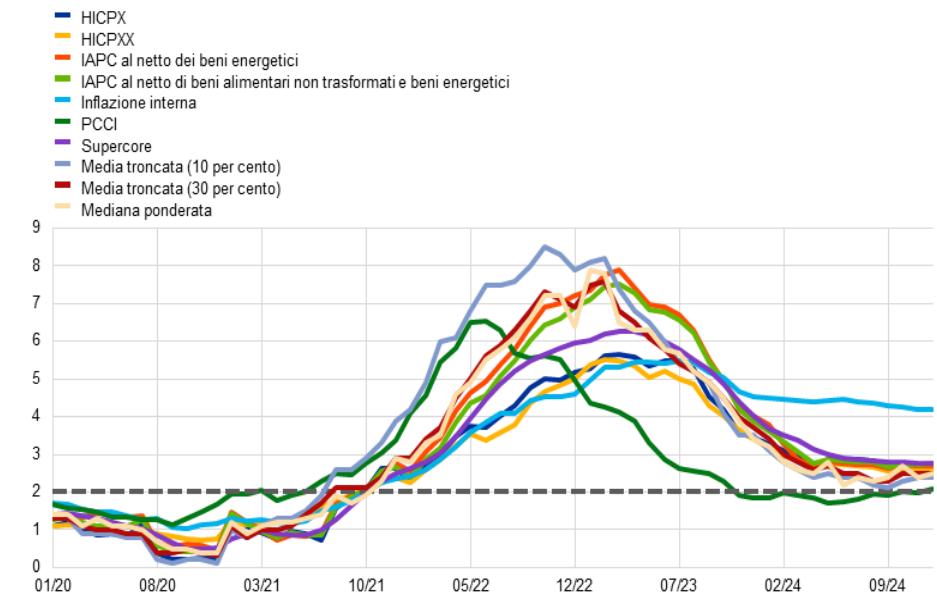
**L'andamento della maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è in linea con un ritorno sostenuto dell'inflazione complessiva all'obiettivo del 2 per cento a medio termine (cfr. il grafico 10).** I loro valori sono rimasti sostanzialmente stabili in dicembre 2024, collocandosi tra il 2,0 e il 2,8 per cento<sup>6</sup>. A dicembre gran parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti è rimasta invariata, comprese le medie troncate del 10 e del 30 per cento, l'inflazione misurata sullo HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) e l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e degli alimentari non trasformati. Allo stesso tempo, la mediana ponderata è aumentata lievemente al 2,5 per cento a dicembre, dal 2,4 di novembre. Nello stesso periodo la misura dell'inflazione interna, che copre principalmente le voci relative ai servizi, è rimasta invariata al 4,2 per cento. Passando alle misure basate su modelli, anche l'indicatore

<sup>6</sup> Per maggiori informazioni, cfr. Lane, P.R., "Underlying inflation: an update", intervento tenuto in occasione della conferenza congiunta Federal Reserve Bank of Cleveland e Banca centrale europea *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024*, 24 ottobre 2024.

Supercore (che comprende voci dello IAPC sensibili al ciclo economico) è rimasto invariato al 2,8 per cento, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è aumentata lievemente al 2,1 per cento in dicembre, in rialzo rispetto al 2,0 in novembre.

**Grafico 10**  
Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



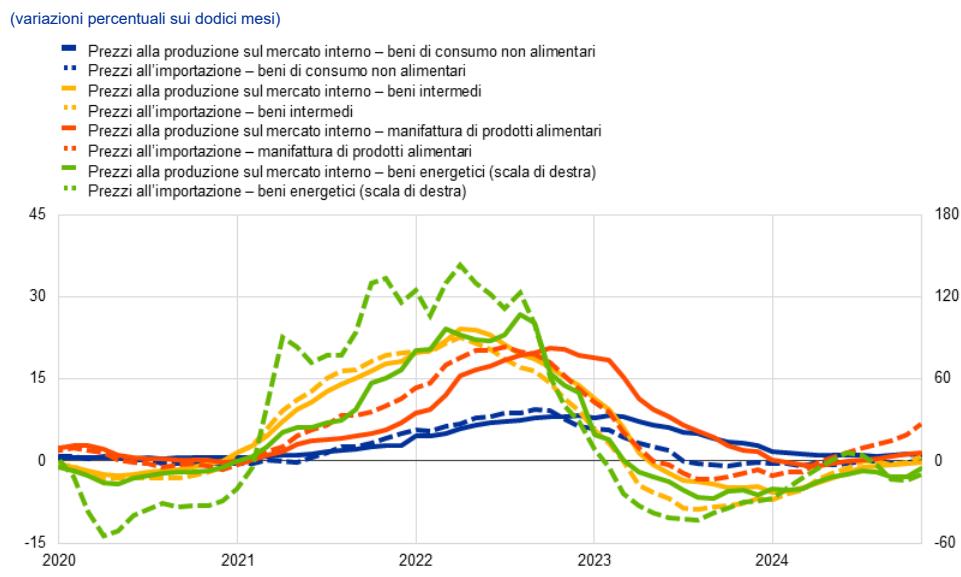
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**A novembre la maggior parte delle misure delle spinte inflazionistiche sui beni è rimasta contenuta (cfr. il grafico 11).** Agli stadi iniziali della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per le vendite interne di beni intermedi è rimasta negativa, sebbene in misura minore rispetto al mese precedente (-0,3 per cento a novembre 2024, dopo il -0,5 di ottobre). Negli stadi successivi della catena, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari sono diminuiti lievemente all'1,1 per cento in novembre, dall'1,3 di ottobre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni alimentari manufatti è salito ulteriormente, nello stesso periodo, dall'1,3 per cento all'1,5, confermando il venir meno del graduale allentamento delle pressioni inflazionistiche in questo segmento suggerito da indicazioni precedenti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni di consumo non alimentari è salito, pur rimanendo nel complesso moderato. Nel contempo, in novembre l'inflazione all'importazione degli alimentari manufatti è aumentata ulteriormente al 6,8 per cento, dal 4,9 in ottobre, probabilmente di riflesso all'impennata dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari dall'inizio del 2024. L'andamento più vigoroso dei prezzi all'importazione ha altresì riflesso il fatto che a novembre 2024 il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro sui dodici mesi era diminuito. A ottobre 2024, tuttavia, tale tasso era pressoché invariato rispetto a ottobre 2023.

## Grafico 11

### Misure delle pressioni inflazionistiche



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

**Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono diminuite ulteriormente, collocandosi al 2,7 per cento nel terzo trimestre del 2024 dal 2,9 del trimestre precedente (cfr. il grafico 12).**

Ciò rappresenta un calo significativo rispetto al picco del 6,4 per cento registrato nel primo trimestre del 2023, sebbene il tasso sia rimasto al di sopra della sua media di lungo periodo precedente la pandemia di COVID-19, pari all'1,6 per cento.

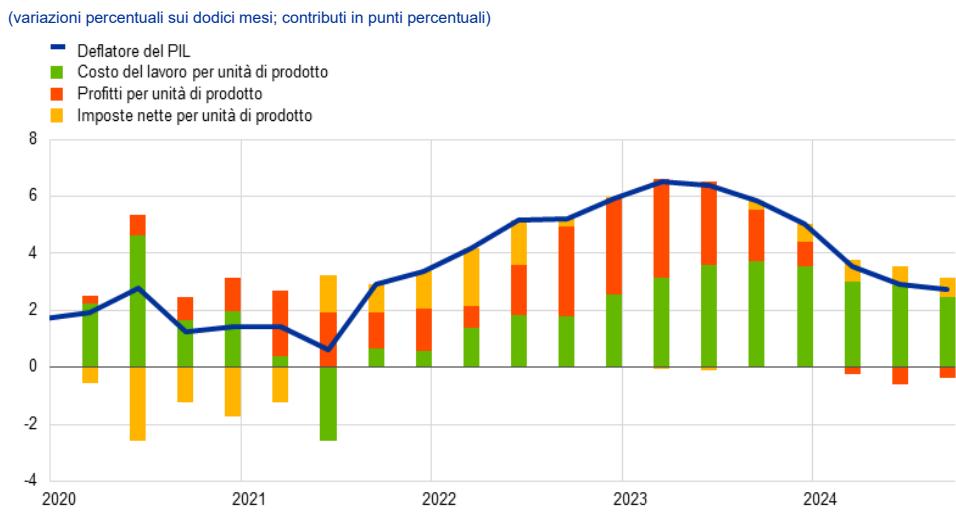
L'attenuazione dell'andamento del deflatore del PIL ha rispecchiato principalmente un'ulteriore moderazione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (4,4 per cento nel terzo trimestre del 2024, in calo dal 5,2 del secondo trimestre). Tale andamento, a sua volta, è stato determinato da una minore crescita salariale, sia in termini di costo del lavoro per dipendente sia di costo del lavoro per ora lavorata. Tale moderazione della crescita delle retribuzioni effettive ha celato un aumento della crescita dei salari contrattuali, che è temporaneamente salita al 5,4 per cento nel terzo trimestre del 2024 (dal 3,5 del secondo trimestre).

Sebbene nel terzo trimestre il contributo dei profitti per unità di prodotto al deflatore del PIL sia stato meno negativo, il loro ruolo nell'assorbire il costo del lavoro è ancora significativo. In prospettiva, l'indice salariale della BCE, che comprende i dati sugli accordi salariali negoziati fino alla fine di dicembre 2024, segnala un allentamento delle pressioni sulla crescita delle retribuzioni. Tale osservazione è anche confermata dai più recenti indicatori della crescita salariale basati sulle indagini, come quella telefonica condotta dalla BCE presso le imprese (Corporate Telephone Survey), che prevede un calo della crescita salariale dal 4,3 per cento nel 2024 al 3,6 nel 2025<sup>7</sup>. L'attenuarsi delle pressioni sulla crescita salariale sarebbe in

<sup>7</sup> Per maggiori informazioni sui risultati dell'indagine telefonica presso le imprese di gennaio 2025, cfr. il riquadro 5 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

linea con le minori pressioni legate alla compensazione dell'inflazione e con il raffreddamento della domanda di lavoro.

**Grafico 12**  
Scomposizione del deflatore del PIL



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine desunte dalle indagini e le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 13).** Sia nell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA) per gennaio 2025 sia nell'indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) per il primo trimestre del 2025, la mediana e la media delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste invariate al 2 per cento. Nel periodo in esame le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono lievemente aumentate, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,1 per cento circa. Tuttavia, tenuto conto delle stime dei premi per il rischio di inflazione ricavate dai modelli, gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione a più lungo termine si collochi intorno al 2 per cento.

**Le misure di compensazione dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro ricavate dai mercati, in termini di inflation fixing swap, hanno ampiamente riassorbito i cali segnati nell'autunno del 2024 (cfr. il grafico 13).** Tali misure, che riflettono le aspettative degli operatori di mercato sull'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei tabacchi, suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione si confermi appena al di sopra del 2,0 per cento per il resto del 2025, per poi attestarsi intorno al 2,0 per cento al volgere dell'anno e agli inizi del 2026. Nel medio periodo il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte di un anno è rimasto, nel periodo in esame, sostanzialmente invariato all'1,8 per cento circa. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori

(Consumer Expectations Survey, CES), condotta dalla BCE a dicembre 2024, il tasso mediano di inflazione percepita dalle famiglie nei dodici mesi precedenti è lievemente aumentato, passando dal 3,4 per cento di novembre al 3,5 a dicembre. Anche la mediana delle aspettative di inflazione complessiva per l'anno successivo è salita, raggiungendo il 2,8 per cento a dicembre dal 2,6 di novembre. Nel contempo, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva su un orizzonte di tre anni sono rimaste invariate al 2,4 per cento. L'aumento delle aspettative di inflazione dei consumatori a partire da settembre 2024 è legato, in media, alle maggiori percezioni dell'inflazione passata e all'aumento dell'incertezza sull'inflazione da parte di alcuni intervistati.

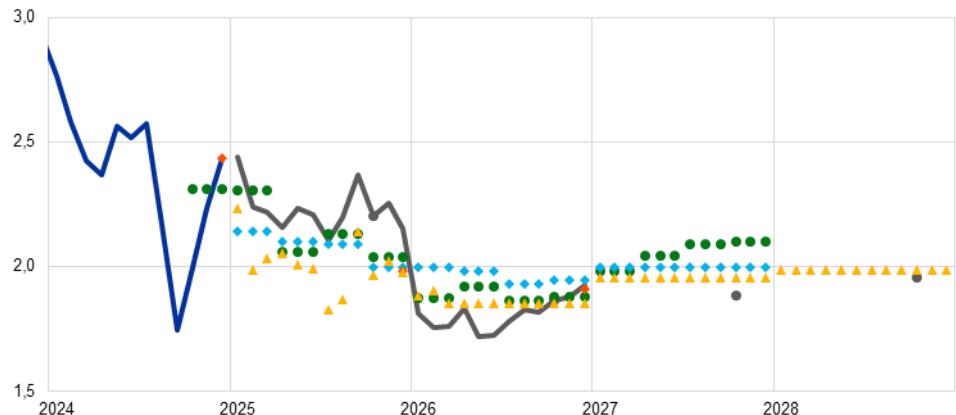
### Grafico 13

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

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

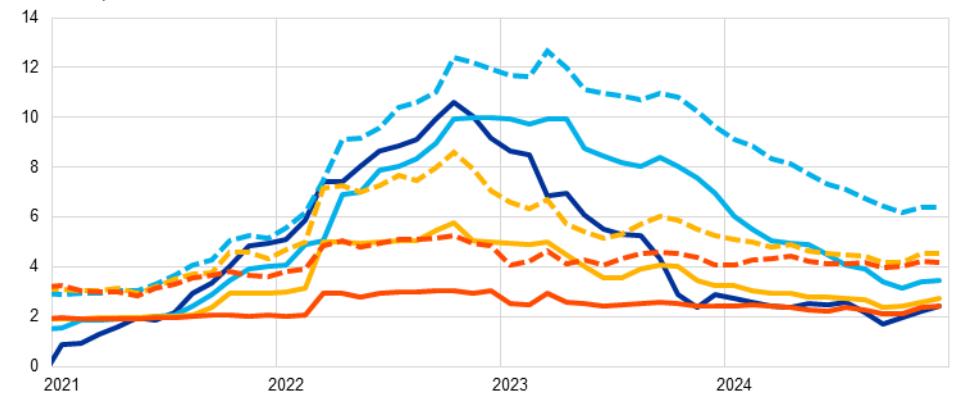
- IAPC
- Fixing (29 gennaio 2025)
- Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (29 gennaio 2025)
- Proiezioni macroeconomiche dell'Eurosistema (dicembre 2024)
- ◆ Indagine presso gli analisti monetari (gennaio 2025)
- ◆ Indagine presso i previsori professionali (primo trimestre del 2025)
- ▲ Consensus Economics (gennaio 2025)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- IAPC
- Percezione relativa all'inflazione passata, media
- Aspettative di inflazione a un anno, media
- Aspettative di inflazione a tre anni, media



Fonti: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, SPF, CES). *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024* ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte annuale, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 29 gennaio 2025. Gli inflation fixing sono contratti swap collegati a pubblicazioni mensili specifiche dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro, al netto dei tabacchi. L'indagine SPF relativa al primo trimestre del 2025 è stata condotta tra il 7 e il 9 gennaio 2025. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate al 13 gennaio 2025. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 20 novembre 2024. Nel pannello b) per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2024.

## Andamenti del mercato finanziario

*Durante il periodo in esame, compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025, la curva a termine del tasso privo di rischio a breve termine in euro (euro short-term rate, €STR) ha registrato un complessivo spostamento verso l'alto, con alcune oscillazioni interattive. All'inizio del periodo si è registrata una flessione.*

*Tale tendenza si è, tuttavia, invertita al volgere dell'anno e all'inizio di gennaio, a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia e della pubblicazione dei nuovi dati relativi all'economia statunitense, che hanno determinato delle correzioni al rialzo delle aspettative di inflazione e contribuito all'inversione della curva.*

*Di conseguenza, alla fine del periodo i mercati stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulative dei tassi di 90 punti base entro la fine del 2025 nell'area dell'euro. Anche i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati, in misura lievemente superiore ai tassi privi di rischio. Sui mercati azionari le quotazioni nell'area dell'euro sono cresciute, in ragione di una migliore propensione al rischio, che ha compensato l'impatto dell'innalzamento dei tassi privi di rischio, mentre i titoli statunitensi hanno subito una flessione complessiva, causata principalmente dal calo dei prezzi delle azioni nel settore informatico. Nel contempo, nei mercati delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro i differenziali si sono assottigliati per gli emittenti sia di qualità elevata (investment grade) sia ad alto rendimento (high yield). Sui mercati dei cambi l'euro si è lievemente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense, rimanendo sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.*

**I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati nel periodo in esame, a seguito della riunione del Consiglio direttivo di dicembre.** Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento €STR è stato pari, in media, al 3,0 per cento, in seguito alla decisione ampiamente prevista, adottata nella riunione di dicembre del Consiglio direttivo, di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE. La liquidità in eccesso è rimasta sostanzialmente stabile, registrando un incremento di circa 22 miliardi di euro e portandosi a 2.923 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente il fatto che i rimborsi avvenuti a dicembre dei fondi presi in prestito nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e il calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, dovuto al fatto che l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nei programmi di acquisto di attività, sono stati controbilanciati da una riduzione dei fattori autonomi netti di assorbimento della liquidità. Dopo un'iniziale flessione, intorno al volgere dell'anno e all'inizio di gennaio le aspettative sui tassi a breve termine incorporate nella curva a termine hanno iniziato ad aumentare, a seguito della revisione da parte degli operatori dei mercati delle prospettive di inflazione, causata dall'incremento dei prezzi dei beni energetici. I mercati finanziari dell'area dell'euro hanno reagito anche alla pubblicazione dei dati macroeconomici statunitensi, migliori di quanto ci si attendesse, e alle aspettative che i tagli dei tassi di interesse da parte del Federal Open Market Committee (FOMC) statunitense seguiranno un ritmo più lento in futuro. Nell'area dell'euro la curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sull'€STR, è salita di circa 7 punti base per le scadenze a un anno e di 24 punti base per quelle a due anni, riflettendo le aspettative di un allentamento meno

rapido della politica monetaria nell'area. Al termine del periodo in esame i mercati stavano incorporando nei prezzi riduzioni cumulative dei tassi di interesse di 90 punti base entro la fine del 2025, 33 punti base in meno rispetto all'inizio del periodo.

Anche i tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono aumentati nel periodo di riferimento. Il tasso di interesse decennale nominale OIS ha raggiunto il 2,4 per cento, con un aumento complessivo di 32 punti base.

**I differenziali tra i rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato dell'area dell'euro e i tassi privi di rischio sono aumentati lievemente (cfr. il grafico 14).**

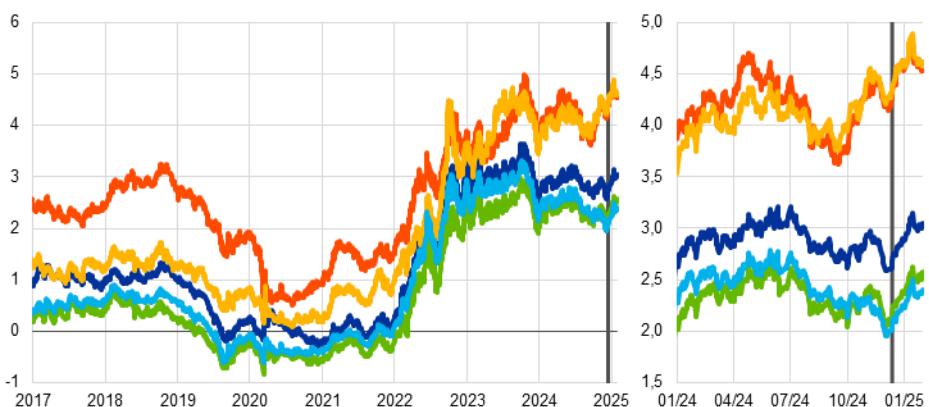
Alla fine del periodo in esame il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato in base al PIL si è collocato al 3,0 per cento, con un aumento di 35 punti base rispetto all'inizio. Ciò ha determinato un ampliamento di 4 punti base del differenziale relativo al tasso OIS. I differenziali sui titoli di Stato hanno subito un ampliamento generalizzato, con una dispersione relativamente contenuta tra la maggior parte dei paesi. A livello internazionale, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni è cresciuto di 20 punti base, raggiungendo il 4,5 per cento, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito ha registrato un incremento di 25 punti base, collocandosi al 4,6 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)

- Media dell'area dell'euro ponderata in base al PIL
- Stati Uniti
- Regno Unito
- Germania
- Tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 dicembre 2024). Le osservazioni più recenti si riferiscono al 29 gennaio 2025.

**I corsi azionari dell'area dell'euro hanno concluso il periodo in esame su livelli lievemente più elevati.** Nonostante l'aumento dei tassi di interesse, gli indici generali del mercato azionario, dopo un'iniziale diminuzione, hanno registrato un incremento del 4,6 per cento, sostenuti da una migliore propensione al rischio, in un contesto caratterizzato da un numero molto esiguo di sorprese relative ai dati macroeconomici. Gli indici azionari corrispondenti negli Stati Uniti sono diminuiti in misura marginale, dello 0,2 per cento, rispecchiando la variazione delle prospettive di politica monetaria degli operatori di mercato. Nell'area dell'euro i corsi

azionari delle società non finanziarie sono aumentati del 3,6 per cento, mentre quelli delle banche e delle altre società finanziarie sono saliti, rispettivamente, del 10,9 e dell'8,1 per cento. Negli Stati Uniti i prezzi azionari degli enti creditizi e delle altre società finanziarie sono aumentati del 6,6 e del 3,1 per cento, mentre quelli del settore non finanziario sono diminuiti dello 0,5. La flessione registrata nei corsi azionari delle società non finanziarie è stata determinata principalmente da un calo nel settore informatico.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti sia nel segmento qualità elevata (investment grade), sia in quello ad alto rendimento (high yield).**

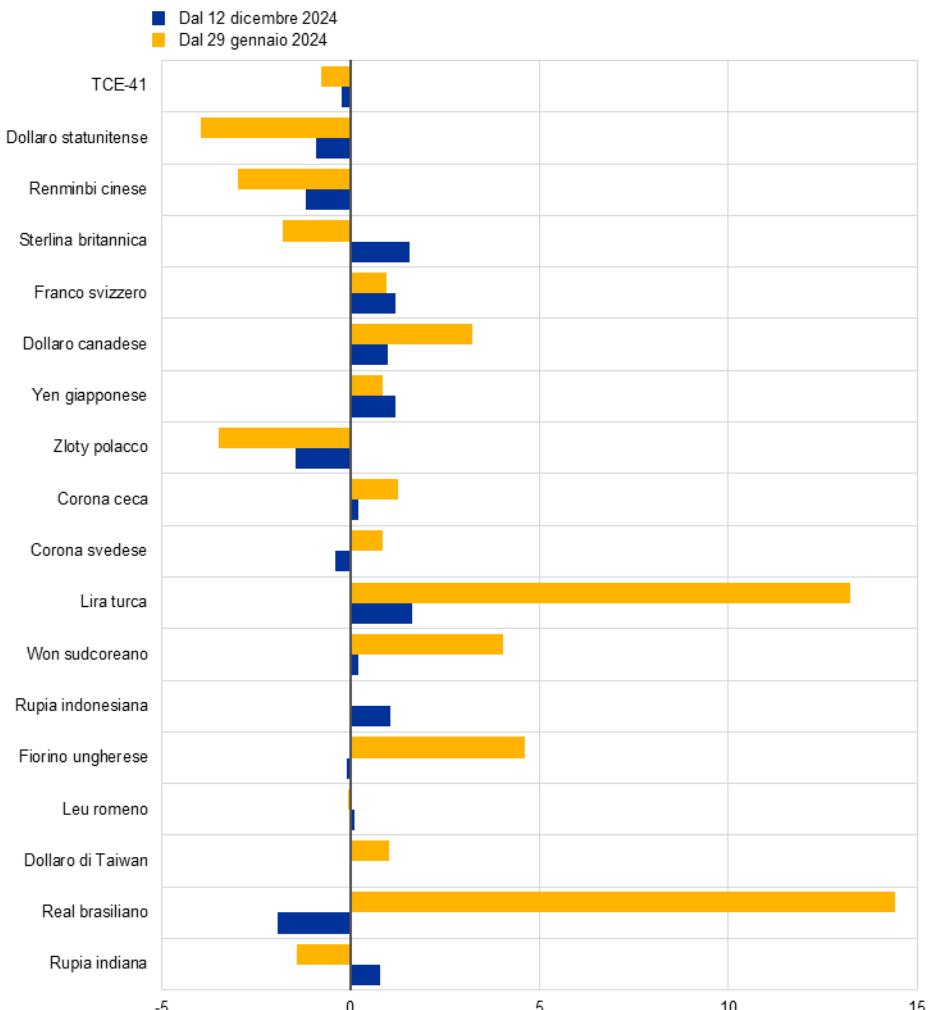
Il positivo clima di fiducia dei mercati si è manifestato anche nei differenziali delle obbligazioni societarie, che, in presenza di una certa volatilità, si sono ridotti sia nel segmento investment grade, sia in quello high yield, di 5 punti base complessivamente. La contrazione osservata per le imprese di qualità elevata è da ricondursi a un calo di 7 punti base nei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie, mentre per le società non finanziarie la diminuzione è stata di 4 punti base.

**Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato in misura moderata nei confronti del dollaro statunitense ed è rimasto sostanzialmente stabile 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 dell'euro, si è mostrato sostanzialmente stabile (diminuendo dello 0,2 per cento), per effetto di andamenti di segno opposto nei tassi di cambio nei confronti delle valute principali. Il deprezzamento dell'euro sul dollaro statunitense (dello 0,9 per cento) è stato determinato in larga misura da fattori specifici degli Stati Uniti, quali, ad esempio, la reazione dei mercati alla riunione di dicembre del FOMC, la pubblicazione di dati che indicano un solido contesto macroeconomico statunitense e l'anticipazione delle politiche economiche che adotterà la neo-insediata amministrazione del paese. L'euro si è indebolito dell'1,2 per cento nei confronti del renminbi cinese, che a sua volta si è deprezzato verso il dollaro statunitense, sebbene in misura minore. Per contro, la valuta europea si è apprezzata dell'1,6 per cento nei confronti della sterlina britannica, in ragione di aspettative crescenti di futuri tagli dei tassi da parte della Bank of England, della debolezza dei dati economici più recenti relativi al Regno Unito e delle prospettive incerte riguardo il bilancio delle amministrazioni pubbliche. Dopo un apprezzamento sostenuto per quasi tutto il 2024, il franco svizzero si è deprezzato dell'1,2 per cento nei confronti dell'euro, a seguito del taglio dei tassi di interesse, più marcato del previsto, effettuato a dicembre dalla Banca nazionale svizzera. L'euro si è apprezzato dell'1,2 per cento anche nei confronti dello yen giapponese. Nel periodo in esame la valuta europea ha presentato poche variazioni rispetto alla maggior parte delle divise delle altre principali economie avanzate ed emergenti.

**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 29 gennaio 2025.

## 5

## Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*Pur in presenza di condizioni di finanziamento tuttora restrittive, le riduzioni dei tassi di riferimento della BCE stanno rendendo gradualmente meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie. A novembre 2024 i costi della provvista bancaria e i tassi sui prestiti bancari hanno continuato a diminuire gradualmente dai livelli di picco raggiunti. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari sono scesi rispettivamente al 4,5 e al 3,5 per cento. A dicembre la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è aumentata, pur rimanendo debole, riflettendo la domanda ancora modesta e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025 è aumentato il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento mediante ricorso al mercato, mentre è diminuito quello per il finanziamento mediante capitale di rischio, di riflesso al più elevato tasso di interesse a lungo termine privo di rischio e al minore premio per il rischio azionario. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2025, i criteri per la concessione dei prestiti alle imprese sono diventati più restrittivi nel quarto trimestre del 2024, trainati da un aumento dei rischi percepiti e da una minore tolleranza al rischio. I criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati, dopo tre trimestri di allentamento. La domanda di tali mutui ha segnato una forte ripresa, mentre quella di prestiti alle imprese è rimasta debole. Nell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance of Enterprises, SAFE) per il quarto trimestre del 2024, queste hanno segnalato un calo dei tassi di interesse bancari e un ulteriore lieve inasprimento delle altre condizioni di prestito. Le imprese hanno riferito altresì che la loro necessità di prestiti bancari non ha subito variazioni, mentre la disponibilità di prestiti bancari è leggermente diminuita. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso lievemente in dicembre, al 3,5 per cento.*

**I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro hanno continuato a scendere gradualmente dai livelli massimi raggiunti, di riflesso alle recenti riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE e all'andamento atteso dei tassi di interesse.** A novembre 2024 il costo composto del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è diminuito leggermente, collocandosi all'1,9 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 16). Sebbene il calo dei costi della provvista bancaria sia principalmente riconducibile ai minori rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 16), tali rendimenti hanno recentemente subito pressioni al rialzo dalla rivalutazione dei tassi privi di rischio, secondo i dati disponibili fino al 29 gennaio. I tassi medi sui depositi sono ulteriormente diminuiti, con il tasso composto sui depositi che a novembre si è collocato all'1,2 per cento, trainato dalla riduzione dei tassi di interesse sui depositi a termine di imprese e famiglie. Per contro, i tassi sui depositi a vista e rimborsabili con preavviso sono rimasti sostanzialmente invariati.

**Nonostante la debolezza del contesto economico, i bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi.** Nel terzo trimestre del 2024 la capitalizzazione delle banche è rimasta sostanzialmente stabile, con coefficienti patrimoniali ben al di sopra del 15 per cento e riserve di capitale volontarie superiori ai requisiti di capitale

primario di classe 1 (Common Equity Tier 1, CET1). La redditività delle banche è rimasta su un livello elevato nel terzo trimestre del 2024, tuttavia le pressioni al ribasso sugli utili da attività a tasso variabile rappresenteranno un freno per il reddito da interessi quando le perdite su crediti inizieranno ad aumentare. I crediti deteriorati sono rimasti sostanzialmente stabili, vicino ai minimi storici osservati nel primo trimestre del 2023. Ciononostante, la quota di crediti che hanno subito un significativo deterioramento (classificati nello stadio 2) è lievemente cresciuta nel 2024, soprattutto per le piccole imprese e per il comparto degli immobili commerciali, indicando per le banche un peggioramento della qualità degli attivi e maggiori costi per accantonamenti in futuro.

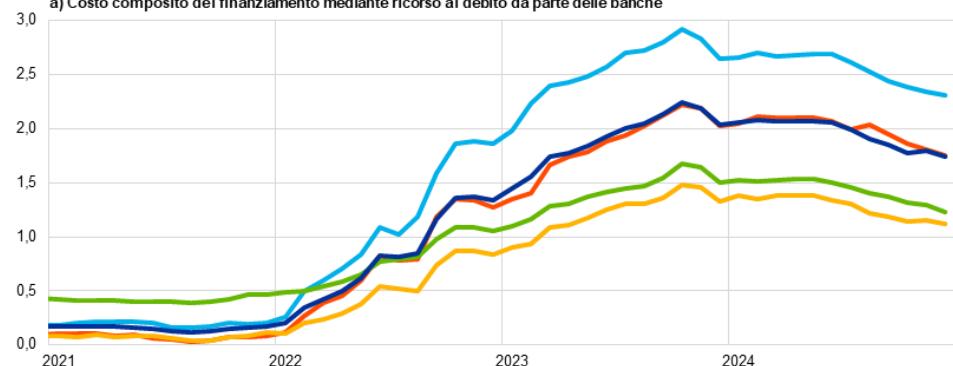
### Grafico 16

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

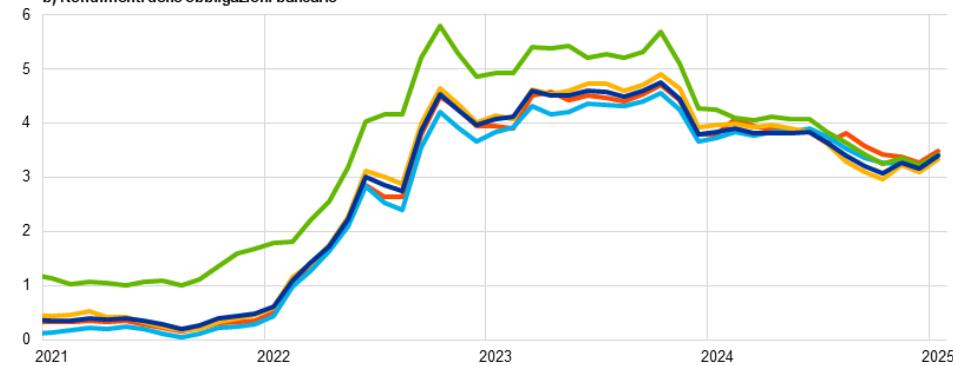
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

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



b) Rendimenti delle obbligazioni bancarie



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, ai depositi con scadenza prestabilita e ai depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e al 29 gennaio 2025 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

**I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente diminuiti.** I tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono scesi a partire dall'estate del 2024, di riflesso al calo dei tassi di riferimento (cfr. il grafico 17). A novembre 2024 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono

scesi di 15 punti base, portandosi al 4,52 per cento, cioè circa 80 punti base al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 17); il calo ha interessato i maggiori paesi dell'area dell'euro. Nello stesso mese il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è ampliato allo 0,48 per cento. I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente diminuiti, di 8 punti base, collocandosi al 3,47 per cento a novembre, cioè circa 60 punti base al di sotto del picco di novembre 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 16), pur con alcune differenze tra paesi. Il calo è stato generalizzato per tutti i periodi di determinazione iniziale e più pronunciato per i mutui ipotecari a tasso variabile, che tuttavia sono rimasti più onerosi di quelli a tasso fisso.

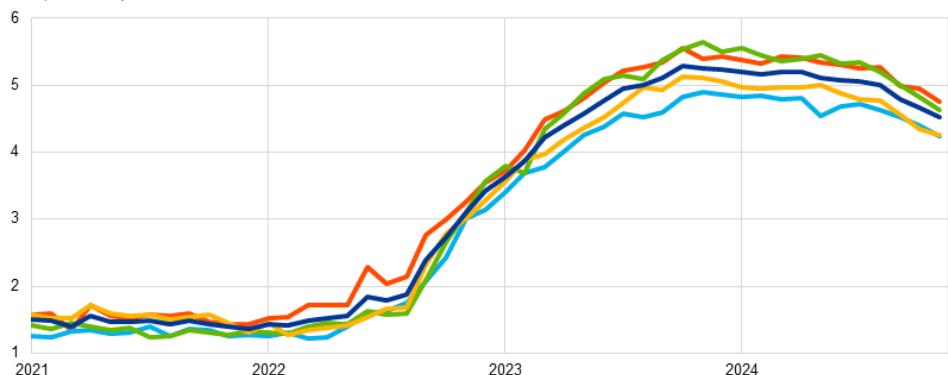
### Grafico 17

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

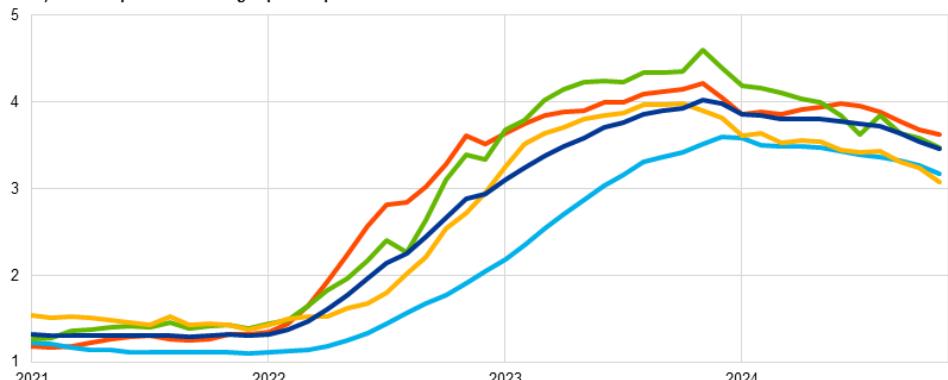
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". I tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile a 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

**Nel periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025 sono aumentati i costi a carico delle imprese legati al finanziamento mediante l'emissione di titoli di debito sul mercato, ma non mediante il capitale di**

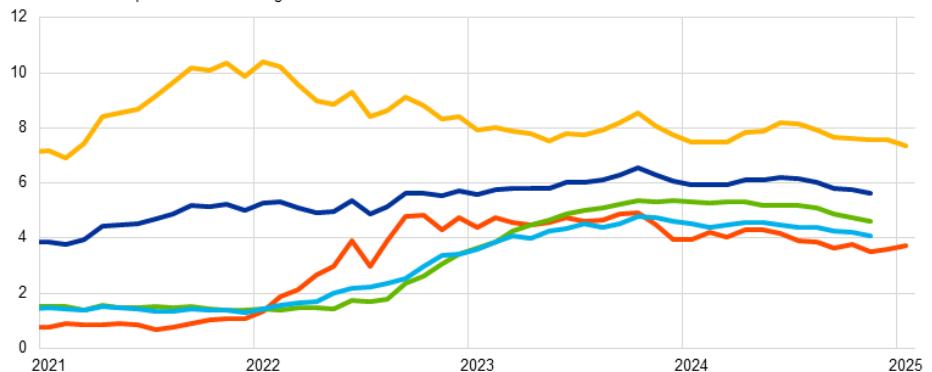
**rischio, i cui costi sono invece diminuiti.** Sulla base dei dati mensili, disponibili fino a novembre 2024, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio, è sceso rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,6 per cento a novembre, allontanandosi ulteriormente dal massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 18)<sup>8</sup>. Il calo di novembre 2024 è riconducibile ai minori costi sia del debito mediante ricorso al mercato sia dei prestiti bancari, mentre il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è rimasto pressoché invariato. I dati giornalieri relativi al periodo compreso tra il 12 dicembre 2024 e il 29 gennaio 2025 mostrano che il costo del finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato è aumentato, a causa di una spinta al rialzo nella curva del tasso OIS (overnight index swap). Allo stesso tempo, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio è diminuito, a seguito di un minore premio per il rischio azionario che ha compensato il più elevato tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

### Grafico 18

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

- Costo complessivo del finanziamento
- Costo del capitale di rischio
- Costo del debito mediante ricorso al mercato
- Costo dei prestiti bancari a breve termine
- Costo dei prestiti bancari a lungo termine



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito mediante ricorso al mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 29 gennaio 2025 (dati giornalieri); i dati sul costo complessivo del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a novembre 2024 (dati mensili).

**A dicembre la crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie è aumentata, pur rimanendo debole, riflettendo la domanda ancora modesta e la rigidità dei criteri per la concessione del credito.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese è salito all'1,5 per cento a dicembre 2024, dall'1,0 di novembre, in presenza di un forte flusso mensile, pur rimanendo ben al di sotto della sua media storica del 4,8 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 19). Per contro, nello stesso periodo il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito societari è sceso dal 3,6

<sup>8</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 2024.

al 3,2 per cento. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie si è ulteriormente rafforzato all'1,1 per cento a dicembre, dallo 0,9 di novembre, restando tuttavia molto inferiore alla sua media storica del 4,1 per cento (cfr. il pannello b) del grafico 19). Tale graduale ripresa ha continuato a essere trainata dai prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il credito al consumo è cresciuto del 3,6 per cento in dicembre, mentre le altre tipologie di prestiti alle famiglie, compresi quelli alle imprese individuali, continuano a contrarsi, sebbene a un ritmo più moderato.

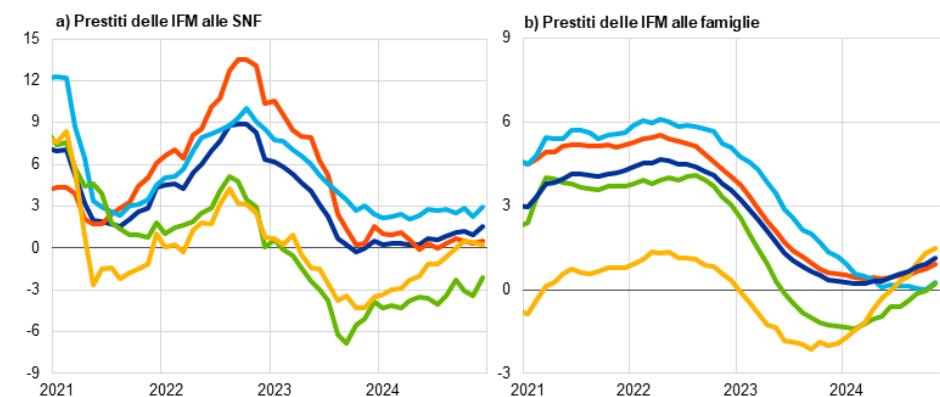
L'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#), CES) condotta della BCE a novembre 2024 ha mostrato che la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo è ancora superiore a quella di coloro che ne percepiscono un accesso più facile.

### Grafico 19

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

#### In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2025,

le banche hanno segnalato un nuovo inasprimento dei propri criteri per la concessione dei prestiti alle imprese, nel quarto trimestre del 2024, e criteri sostanzialmente invariati per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, dopo tre trimestri di allentamento (cfr. il grafico 20).

I criteri per la concessione di prestiti alle imprese hanno registrato l'irrigidimento (netto) più pronunciato dal terzo trimestre del 2023, accompagnato da un aumento della quota di richieste respinte. L'inasprimento è stato determinato dalla più elevata percezione del rischio relativo alle prospettive economiche e dalla minore tolleranza verso tale rischio da parte degli intermediari. Gli istituti interpellati hanno segnalato criteri sostanzialmente invariati per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, con una lieve riduzione della quota di richieste respinte. La stabilità dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni è in contrasto con il forte allentamento netto atteso dalle banche nel trimestre precedente. Per quanto riguarda le determinanti, mentre la concorrenza tra

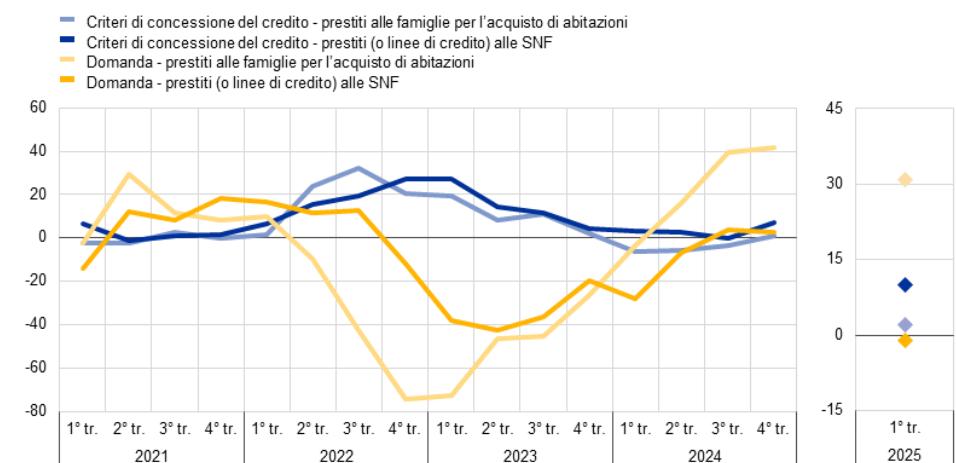
intermediari ha esercitato pressioni al ribasso sui criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni, la tolleranza al rischio e la relativa percezione hanno avuto un effetto restrittivo. Per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie, le banche hanno segnalato un aumento (netto) della quota di richieste respinte e un ulteriore inasprimento (netto) dei criteri per la concessione di tali finanziamenti, dovuto principalmente alla percezione del rischio e relativa tolleranza da parte delle banche. Per il primo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro si attendono un lieve irrigidimento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese, del credito al consumo e dei prestiti per l'acquisto di abitazioni.

**Nel quarto trimestre del 2024 le banche hanno segnalato un aumento contenuto della domanda di prestiti da parte delle imprese, sebbene essa sia rimasta debole nel complesso, mentre la domanda di prestiti da parte delle famiglie per l'acquisto di abitazioni ha proseguito nella forte ripresa.** L'aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese è stato trainato da tassi di interesse più bassi, mentre l'impatto esercitato dagli investimenti fissi è stato modesto. Il forte incremento nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni è stato determinato principalmente dal calo dei tassi di interesse e, in misura minore, dal miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. Nonostante i minori tassi di interesse abbiano sostenuto anche la domanda di credito al consumo, essa è stata frenata dal basso livello di fiducia dei consumatori, nonché dalla debole spesa per beni durevoli e dal ricorso a finanziamenti alternativi da parte di altre banche e soggetti non bancari. Per il primo trimestre del 2025 le banche dell'area dell'euro si attendono una domanda di prestiti da parte delle imprese sostanzialmente invariata e un ulteriore incremento nella domanda di prestiti alle famiglie.

#### Grafico 20

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

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



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

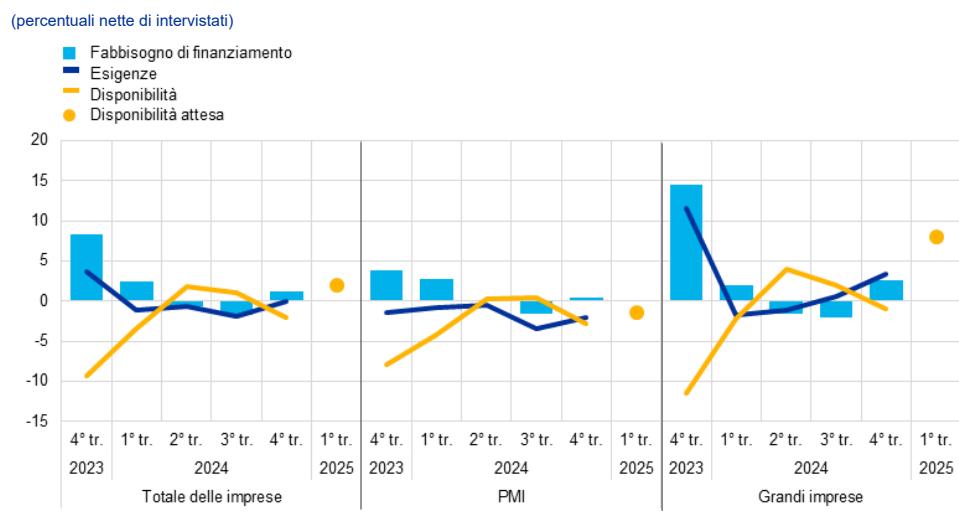
Note: l'acronimo SNF sta per "società non finanziarie". Per i quesiti sui criteri per la concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle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

**Le domande ad hoc dell'indagine hanno suggerito che l'accesso ai finanziamenti è lievemente peggiorato e che i rischi percepiti per la qualità del credito avevano avuto un impatto restrittivo sui criteri di concessione dei prestiti a imprese e consumatori.** Con riferimento all'ultimo trimestre del 2024 le banche hanno segnalato un certo peggioramento del loro accesso al finanziamento al dettaglio, ai mercati monetari e ai titoli di debito. Le misure normative e di supervisione hanno contribuito all'aumento dei requisiti patrimoniali 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, in particolare per i prestiti alle imprese. Nella seconda metà del 2024 anche la qualità creditizia percepita nei portafogli prestiti delle banche aveva avuto un significativo effetto restrittivo sui criteri di concessione sia dei prestiti alle imprese sia del credito al consumo, a fronte di un impatto neutro sui mutui per l'acquisto di abitazioni. Nello stesso periodo i criteri per la concessione del credito alle imprese hanno continuato a inasprirsi in tutti i principali settori economici, in particolare nei comparti degli immobili commerciali, del commercio all'ingrosso e al dettaglio, delle costruzioni e della manifattura ad alta intensità energetica. La domanda di prestiti è diminuita in termini netti nei settori relativi a immobili commerciali, costruzioni e manifattura ad alta intensità energetica, mentre è rimasta sostanzialmente invariata negli altri. Le banche hanno segnalato che, nella seconda metà del 2024, il calo della liquidità in eccesso detenuta presso l'Eurosistema aveva avuto un impatto neutro sulle condizioni per la concessione del credito bancario, con un risultato analogo atteso nella prima metà del 2025.

**Nell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on Access to Finance, SAFE), le imprese hanno segnalato un calo dei tassi di interesse bancari, pur rilevando un ulteriore lieve irrigidimento delle altre condizioni di prestito.** Nel quarto trimestre del 2024 il 4 per cento netto delle imprese ha confermato un calo dei tassi di interesse bancari, a fronte di un 4 per cento netto che aveva segnalato aumenti nel trimestre precedente. Allo stesso tempo, il 22 per cento netto delle imprese (in calo dal 30 per cento del terzo trimestre del 2024) ha segnalato un aumento di altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni. Le imprese hanno inoltre segnalato requisiti di garanzia più stringenti rispetto al terzo trimestre del 2024.

## Grafico 21

Variazioni delle esigenze di prestiti bancari, della disponibilità corrente e attesa e del fabbisogno di finanziamento delle imprese nell'area dell'euro



Fonti: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access of Enterprises to Finance, SAFE) ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento della disponibilità di prestiti bancari (rispettivamente esigenze e disponibilità attesa) e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento combina le esigenze di finanziamento con la disponibilità di prestiti bancari a livello di impresa. L'indicatore della variazione di fabbisogno di finanziamento percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno di finanziamento, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno di finanziamento. La disponibilità attesa è stata spostata di un periodo in avanti per consentire un confronto diretto con i valori effettivi. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. I dati si riferiscono al sondaggio pilota 2 e alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 30ª (ottobre-dicembre 2023) e la 33ª (ottobre-dicembre 2024).

**Le imprese hanno riscontrato esigenze di prestiti bancari invariate, unite a un lieve calo della disponibilità di questi ultimi e solo alcune nutrono aspettative di un miglioramento significativo di tale disponibilità nei tre mesi successivi (cfr. il grafico 21).** Il lieve calo della disponibilità di prestiti bancari nel quarto trimestre del 2024 ha coinciso con il recente inasprimento delle politiche del credito bancario, con particolare riguardo ai criteri per la concessione del credito, come evidenziato dall'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per lo stesso periodo. Il fabbisogno di finanziamento di prestiti bancari, un indice che coglie la differenza tra le variazioni delle esigenze di finanziamento e delle relative disponibilità, si è ampliato per l'1 per cento netto delle imprese, rispetto al 2 per cento netto che ha registrato una riduzione di tale divario nel trimestre precedente. In prospettiva, le imprese si attendono lievi miglioramenti della disponibilità di prestiti bancari nei tre mesi successivi e a nutrire tale aspettativa sono principalmente le grandi imprese, mentre le PMI prevedono disponibilità in leggero calo.

**A dicembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro è lievemente diminuito, collocandosi al 3,5 per cento, in presenza di una certa volatilità mensile.** A dicembre 2024 la crescita sui dodici mesi di M3 si è collocata al 3,5 per cento, in calo rispetto al 3,8 di novembre, ma sostanzialmente invariata rispetto a ottobre (cfr. il grafico 22). Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, ha registrato un ulteriore aumento, collocandosi all'1,8 per cento, rispetto all'1,5 di novembre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei

depositi overnight (una componente di M1) è salito all'1,8 per cento a dicembre, dall'1,5 di novembre. Il contributo dei flussi netti dall'estero, che dalla fine del 2023 costituiscono la principale fonte di creazione di moneta, sta mostrando timidi segnali di indebolimento, mentre il contributo dei prestiti alle imprese e alle famiglie sta acquistando peso. Per contro, la contrazione in atto del bilancio dell'Eurosistema e l'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine (che non sono incluse in M3), in un contesto di graduale revoca del finanziamento tramite operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) entro la fine del 2024, hanno continuato a fornire un contributo negativo alla crescita di M3.

**Grafico 22**  
M3, M1 e depositi a vista

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



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2024.

# Riquadri

## 1 Prospettive per l'inflazione dei servizi negli Stati Uniti e nel Regno Unito

a cura di Filippo Arigoni, Baptiste Meunier, Isabella Moder e Adrian Schmith

**Sebbene negli ultimi due anni l'inflazione complessiva abbia subito un calo significativo nelle economie avanzate, quella relativa ai servizi è rimasta elevata.** Dal picco della metà del 2022, l'inflazione complessiva nelle economie avanzate (esclusa l'area dell'euro) è diminuita in misura significativa, sostenuta principalmente dai contributi negativi o in calo dei prezzi dei beni energetici e dei beni "core", ovvero quelli diversi dai beni alimentari ed energetici (cfr. il grafico A). Allo stesso tempo, l'inflazione dei servizi è rimasta elevata, rappresentando di gran lunga la principale componente dell'inflazione complessiva<sup>1</sup>. Il presente riquadro analizza le principali determinanti dell'inflazione relativa ai servizi negli Stati Uniti e nel Regno Unito, tenendo separate l'inflazione dei servizi al netto dei canoni di locazione e l'inflazione di questi ultimi, in quanto le due seguono dinamiche diverse. Nello specifico, il riquadro evidenzia il ruolo della tensione sul mercato del lavoro e della dinamica di recupero dell'inflazione nei servizi diversi dai canoni di locazione<sup>2</sup>.

---

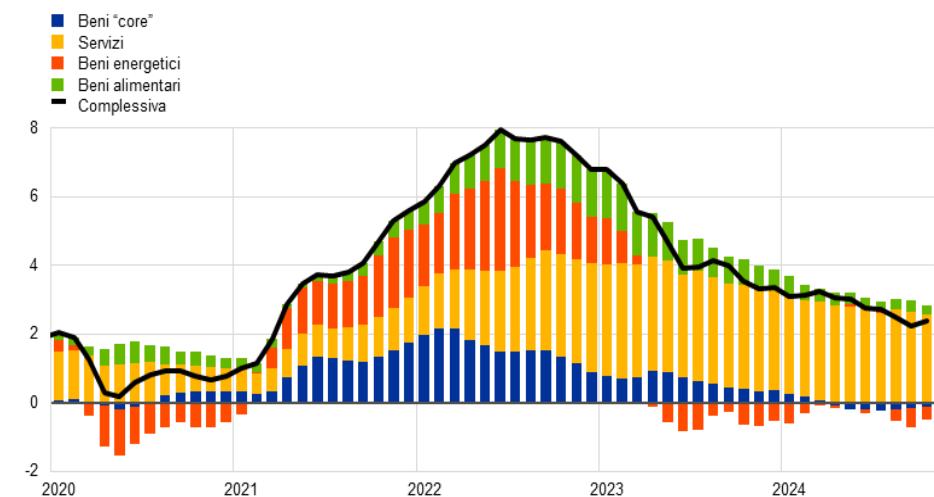
<sup>1</sup> Uno dei fattori alla base del forte contributo dell'inflazione relativa ai servizi, rispetto a quella riferita ai beni "core", energetici o alimentari, è il peso maggiore dei servizi nell'indice dei prezzi al consumo (IPC): 53,9 per cento in base ai pesi dell'OCSE, contro il 25,6 per i beni "core", il 12,7 per cento per i prodotti alimentari e il 7,8 per cento per i beni energetici. Ciò potrebbe anche riflettere una trasmissione più lenta degli shock energetici all'inflazione relativa ai servizi rispetto a quella riferita ai beni energetici e "core" (cfr., ad esempio, Kilian, L., "The Economic Effects of Energy Price Shocks", *Journal of Economic Literature*, vol. 46, n. 4, dicembre 2008, pagg. 871-909).

<sup>2</sup> Per un'analisi delle dinamiche di recupero dell'inflazione salariale nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 *Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Inflazione complessiva in alcune economie avanzate

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



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

Note: calcolata come media ponderata di otto economie avanzate esclusa l'area dell'euro (Stati Uniti, Regno Unito, Canada, Giappone, Norvegia, Danimarca, Svezia e Svizzera). Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2024.

**Nel caso dell'inflazione dei servizi diversi dagli affitti, l'analisi empirica suggerisce che la crescita salariale è stata una determinante fondamentale.** I risultati di un'analisi econometrica indicano che l'inflazione salariale è stata in genere la principale determinante dell'inflazione della componente di fondo dei servizi al netto dei canoni di locazione (cfr. il grafico B)<sup>3</sup>. Anche i prezzi degli input hanno svolto un ruolo importante nel forte aumento dell'inflazione relativa ai servizi nel 2022 e nel 2023, quando l'inflazione alla produzione è stata spinta al rialzo dalle strozzature dal lato dell'offerta e dagli ampi shock energetici, raggiungendo livelli doppi rispetto a quelli precedenti lo scoppio della pandemia di COVID-19<sup>4</sup>. Tuttavia, con l'attenuarsi delle pressioni dei prezzi degli input sulla scia di una forte decelerazione dell'inflazione alla produzione, le pressioni dei salari nominali sono diventate la principale determinante dell'inflazione relativa ai servizi. Le fonti delle pressioni inflazionistiche si sono quindi spostate dai fattori mondiali a quelli interni, riflettendo gli effetti di secondo impatto osservabili man mano che i salari nominali

<sup>3</sup> Si utilizza, sulla base del *Monetary Policy Report - August 2024* della Bank of England, un modello autoregressivo a ritardo distribuito (auto-regressive distributed lags, ARDL) in cui l'inflazione relativa ai servizi diversi dai canoni di locazione è una variabile endogena e la crescita dei salari nominali, la produttività del lavoro e l'inflazione alla produzione sono variabili esogene, stimato su dati trimestrali dal 1988 al 2024. In linea con la letteratura in cui si sottolinea che le variazioni dei prezzi sono influenzate dal differenziale tra i salari nominali e la produttività del lavoro (quando la crescita dei salari nominali supera quella della produttività del lavoro, il costo del lavoro per unità di prodotto aumenta, spingendo al rialzo i prezzi; cfr., ad esempio, Barlevy, G. e Hu, L., "Unit Labor Costs and Inflation in the Non-Housing Service Sector", *Chicago Fed Letter*, n. 477, Federal Reserve Bank of Chicago, marzo 2023), il contributo del differenziale di produttività dei salari è calcolato sommando i contributi della crescita dei salari nominali (che ha un coefficiente positivo nel modello, poiché salari più elevati si trasmettono, in una certa misura, ai prezzi al consumo) e della produttività del lavoro (che nel modello ha un coefficiente negativo in quanto la maggiore produttività riduce i prezzi unitari).

<sup>4</sup> I prezzi alla produzione riguardano i prodotti agricoli e i manufatti per gli Stati Uniti, e i manufatti per il Regno Unito.

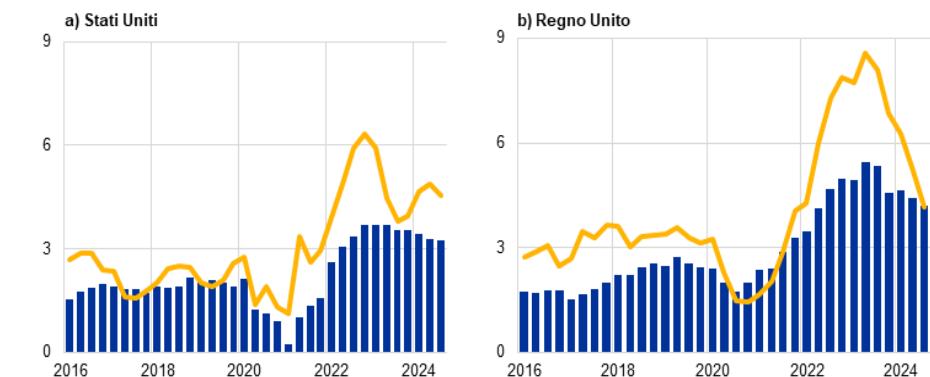
cominciano ad adeguarsi all'inflazione<sup>5</sup>. Ciò è in linea con il livello persistentemente elevato dell'inflazione dei salari nominali negli Stati Uniti e nel Regno Unito, che nel secondo trimestre del 2024 si è collocata rispettivamente al 3,9 e al 5,3 per cento, e con la persistenza dell'inflazione dei servizi, nonostante le pressioni al ribasso derivanti da altri fattori.

### Grafico B

#### Contributo dei salari all'inflazione di fondo dei servizi diversi dai canoni di locazione

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

- Contributo del differenziale tra salari e produttività
- Inflazione dei servizi diversi dai canoni di locazione



Fonti: fonti nazionali, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la scomposizione si basa sul *Monetary Policy Report - August 2024* della Bank of England. Quello adottato è un modello ARDL che utilizza l'inflazione relativa ai servizi diversi dai canoni di locazione, la crescita salariale, la produttività del lavoro e l'inflazione alla produzione, stimato su dati trimestrali dal 1988 al 2024. Il differenziale tra salari e produttività è calcolato come somma dei rispettivi contributi della crescita dei salari nominali e della produttività del lavoro. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**Le tensioni nel mercato del lavoro e le dinamiche di recupero hanno fornito il principale contributo all'accelerazione della crescita salariale dopo la pandemia e alla sua recente moderazione.** Un esame dei fattori alla base dell'inflazione dei salari nominali suggerisce che gran parte dell'andamento della crescita salariale negli Stati Uniti e nel Regno Unito è attribuibile alle tensioni nel mercato del lavoro e all'inflazione ritardata, che riflette gli effetti di secondo impatto all'adeguarsi dei salari nominali all'inflazione precedente (cfr. il grafico C)<sup>6</sup>. Negli Stati Uniti la tensione nel mercato del lavoro e gli elevati tassi di inflazione hanno congiuntamente contribuito all'accelerazione dei salari a partire dal 2021. Dopo il picco registrato a metà del 2022, la crescita salariale ha ricominciato a diminuire, sostenuta in pari misura da un allentamento delle tensioni nel mercato del lavoro e dal calo dell'inflazione. Per contro, nel Regno Unito la tempistica dei contributi di questi due fattori alla crescita dei salari è stata diversa. Dopo la metà del 2021 le tensioni sul mercato del lavoro hanno svolto un ruolo importante nell'accelerazione salariale iniziale, principalmente a causa delle condizioni specifiche del Regno Unito,

<sup>5</sup> Sebbene non rilevati direttamente nel modello, anche i margini delle imprese potrebbero aver svolto un ruolo nell'impennata dell'inflazione, come evidenziato per gli Stati Uniti in Gerinovics, R. e Metelli, L., *"The evolution of firm markups in the US and implications for headline and core inflation"*, VoxEU, Centre for Economic Policy Research, dicembre 2023, e per il Regno Unito in Bunn, P., Anayi, L.S., Bloom, N., Mizen, P., Thwaites, G. e Yotzov, I., *"Firming up Price Inflation"*, NBER Working Paper, n. 30505, National Bureau of Economic Research, settembre 2022.

<sup>6</sup> Cfr. Yellen, J.L., *"Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy"*, intervento pronunciato in occasione della 59<sup>a</sup> Riunione annuale della National Association for Business Economics, Board of Governors of the Federal Reserve System, 26 settembre 2017.

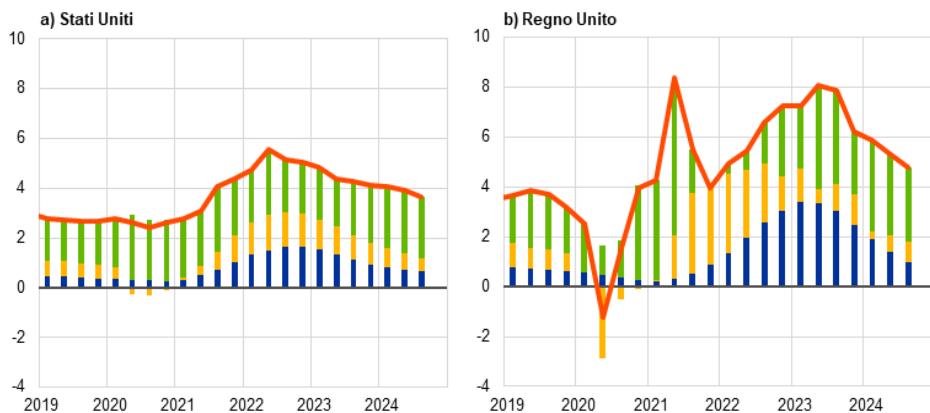
come il calo della forza lavoro dovuto alla maggiore incidenza di patologie di lunga durata e la carenza di manodopera connessa alla Brexit<sup>7</sup>. L'inflazione ritardata, probabilmente legata a effetti di secondo impatto, ha iniziato a svolgere un ruolo più rilevante nella seconda metà del 2022. Dall'ultimo scorso del 2022 e dall'inizio del 2023 il grado di tensione sul mercato del lavoro ha iniziato ad attenuarsi, mentre l'inflazione ritardata è rimasta la principale determinante della crescita salariale al di sopra dei livelli precedenti la pandemia<sup>8</sup>.

### Grafico C

#### Scomposizione della crescita dei salari nominali

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

- Inflazione ritardata
- Sottoutilizzo di capacità produttiva nel mercato del lavoro
- Altri fattori
- Crescita salariale



Fonti: US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, UK Office for National Statistics, OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la scomposizione si basa su Yellen, J.L., "Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy", op. cit. Il modello utilizza la crescita salariale nel settore privato, la produttività del lavoro, l'inflazione ritardata e il sottoutilizzo della capacità produttiva nel mercato del lavoro ed è stimato utilizzando dati dal 2007 al 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

### Gli indicatori prospettici segnalano una moderazione della crescita salariale.

L'indice delle retribuzioni Indeed è generalmente considerato un indicatore anticipatore della crescita salariale, in quanto si basa sulle offerte retributive incluse nei nuovi annunci di lavoro disponibili online. I dati più recenti ricavati dall'indice segnalano un calo della crescita salariale per gli Stati Uniti e una stabilizzazione su livelli relativamente elevati per il Regno Unito (cfr. il grafico D). Nel terzo trimestre del 2024 l'indice Indeed per gli Stati Uniti si è collocato in un intervallo compreso tra il 3 e il 3,5 per cento per il terzo trimestre consecutivo, mostrando segnali di stabilizzazione sui livelli precedenti la pandemia. Nel Regno Unito l'indice si è stabilizzato su un tasso di crescita sui dodici mesi tra il 6 e il 7 per cento negli ultimi tre trimestri. Pertanto, mentre la serie relativa alla crescita dei salari nominali effettivi

<sup>7</sup> Cfr. Li, G. e Mulas-Granados, C., "The Recent Decline in United Kingdom Labor Force Participation: Causes and Potential Remedies", *IMF Selected Issues Papers*, n. 2023/051, Fondo monetario internazionale, luglio 2023.

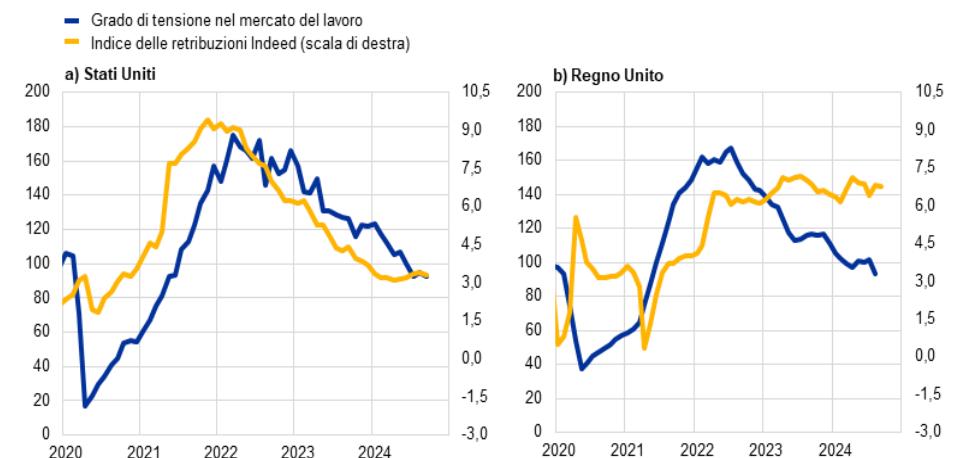
<sup>8</sup> Per il Regno Unito, il diverso contributo del sottoutilizzo della capacità produttiva nel mercato del lavoro e dell'inflazione salariale a partire dal 2023 riflette la volatilità del tasso di disoccupazione ufficiale, riconducibile in larga misura a un forte calo della partecipazione all'indagine sui livelli occupazionali. Nel contempo, i posti di lavoro vacanti sono diminuiti in modo progressivo nello stesso periodo, coerentemente con l'allentamento delle pressioni. La crescita salariale negativa durante la pandemia può essere spiegata dal regime di cassa integrazione in vigore da marzo 2020 a settembre 2021, che ha determinato una riduzione delle retribuzioni per alcuni lavoratori sottoposti a tale regime.

nel Regno Unito mostra chiari segnali di graduale disinflazione (cfr. il grafico C) e le indagini prospettiche presso le imprese segnalano una moderazione, permangono alcune incertezze circa l'entità di tale moderazione, come suggerisce il valore invariato dell'indice delle retribuzioni Indeed. Anche gli ultimi dati relativi al rapporto tra posti di lavoro vacanti e disoccupazione, un indicatore del grado di tensione nel mercato del lavoro, hanno mostrato sostanziali segnali di allentamento e un ritorno alle medie precedenti la pandemia per entrambi i paesi. Ciò è coerente con un probabile, ancorché ritardato, futuro raffreddamento dell'inflazione salariale nel Regno Unito.

#### Grafico D

##### Indicatori prospettici del grado di tensione sul mercato del lavoro e dei salari

(scala di sinistra: indice: 2019 = 100; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis, UK Office for National Statistics, Indeed Hiring Lab ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grado di tensione sul mercato del lavoro è misurato come rapporto fra posti vacanti e disoccupati. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024.

#### Inoltre, negli Stati Uniti e nel Regno Unito l'inflazione dei canoni di locazione rappresenta una parte non trascurabile dell'inflazione relativa ai servizi.

L'inflazione dei canoni di affitto (escluse le abitazioni occupate dai proprietari) rappresenta rispettivamente il 12 e il 16 per cento dell'inflazione dei servizi negli Stati Uniti e nel Regno Unito<sup>9</sup>. L'inflazione dei canoni di locazione tende a mostrare una forte persistenza, poiché solo i nuovi contratti e gli accordi rinegoziati per ragioni contrattuali incidono sullo stock dei contratti di locazione. Pertanto, gli ampi shock inflazionistici, come osservato negli ultimi anni, si trasmettono all'inflazione complessiva dei canoni di locazione solo con un certo ritardo. Dal 2021 l'inflazione dei canoni di locazione ha preso il largo nel Regno Unito e, in misura ancora maggiore, negli Stati Uniti, dove sembrerebbe aver raggiunto il livello massimo a metà del 2023 (cfr. il grafico E). I dati forniti da intermediari indipendenti nel comparto delle locazioni sui nuovi contratti di affitto, che mostrano un'elevata correlazione con l'inflazione dei canoni su un orizzonte di un anno misurata sull'IPC, suggeriscono che nel breve periodo tale inflazione dovrebbe diminuire ulteriormente negli Stati Uniti e iniziare a calare nel Regno Unito.

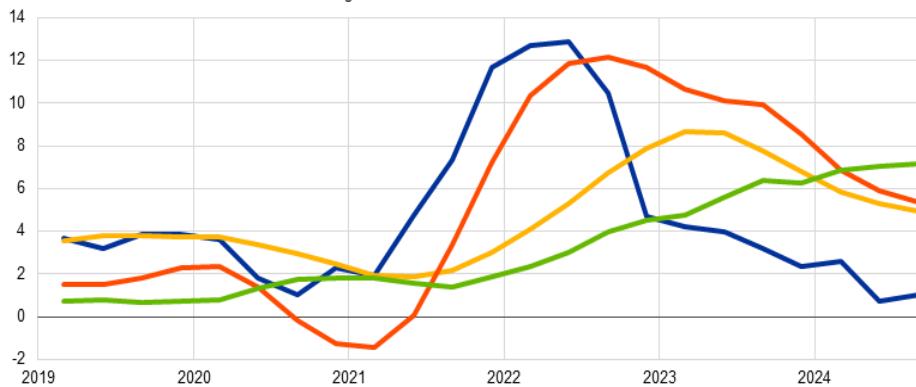
<sup>9</sup> Nell'area dell'euro i canoni di locazione rappresentano il 13 per cento dell'inflazione relativa ai servizi.

## Grafico E

### Indicatori anticipatori dell'inflazione dei canoni di locazione

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

- Canone di locazione per i nuovi inquilini - Stati Uniti
- Canoni di locazione misurati sull'IPC - Stati Uniti
- Canone di locazione per i nuovi inquilini - Regno Unito
- Canoni di locazione misurati sull'IPC - Regno Unito



Fonti: Haver, Zoopla Rental Index (Regno Unito) e US Bureau of Labor Statistics.

Note: le osservazioni trimestrali sono calcolate come medie trimestrali dei dati mensili. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024. A causa della disponibilità dei dati, l'osservazione relativa al terzo trimestre del 2024 per la voce "Canoni di locazione per i nuovi inquilini - Regno Unito" corrisponde a luglio 2024.

**La moderazione della crescita salariale e dell'inflazione dei canoni di locazione dovrebbe ridurre l'inflazione relativa ai servizi, sebbene il ritmo della disinflazione rimanga incerto.** Gli indicatori prospettici segnalano un rallentamento della crescita salariale e dell'inflazione dei canoni di locazione, in un contesto di politica monetaria ancora restrittiva in entrambi i paesi. In caso di rallentamento della crescita salariale e dell'inflazione dei canoni di locazione nel breve periodo, in linea con questi indicatori prospettici, è prevedibile un calo dell'inflazione dei servizi nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Tuttavia, il ritmo della disinflazione resta incerto e l'inflazione relativa ai servizi più persistente del previsto potrebbe essere alimentata da una crescita salariale costantemente elevata, in particolare se il mercato del lavoro rimanesse teso o se i lavoratori continuassero a richiedere elevati incrementi salariali in risposta all'erosione dei salari reali dovuta alla passata inflazione. Inoltre, cambiamenti strutturali nel processo di formazione di salari e prezzi potrebbero aver contribuito alla recente persistenza dell'inflazione e continuare a favorirla nel prossimo futuro<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro A "Alternative cases for the persistence of domestic inflationary pressures" in *Monetary Policy Report – November 2024*, Bank of England, novembre 2024.

## 2

# Aumento dei redditi reali: vero o presunto? Il ruolo che le percezioni delle famiglie svolgono nei consumi

a cura di Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov e Omiros Kouvas

**Negli ultimi anni i consumi privati sono aumentati a un ritmo più lento rispetto al reddito disponibile reale<sup>1</sup>.** Il grafico A illustra gli andamenti divergenti del reddito reale e dei consumi privati negli ultimi tre anni. Secondo i dati di contabilità nazionale, il reddito reale delle famiglie è aumentato del 3,8 per cento tra il secondo trimestre del 2022 e il secondo trimestre del 2024. I consumi privati in termini reali non hanno tuttavia seguito la stessa tendenza, crescendo solo dell'1,2 per cento nello stesso periodo. È ampiamente dimostrato che le esperienze personali passate influiscono sulle decisioni economiche delle famiglie<sup>2</sup>. Pertanto, una possibile spiegazione del rallentamento della crescita dei consumi è che la recente impennata dell'inflazione abbia segnato le convinzioni delle persone, inducendo le famiglie a percepire il proprio reddito reale come inferiore a quello effettivo<sup>3</sup>. Poiché le famiglie adeguano i propri consumi effettivi basandosi sulle proprie convinzioni, tali percezioni possono influire sulla spesa per consumi. Allo scopo di valutare questo fattore per l'area dell'euro, nel presente riquadro si utilizzano i dati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE.

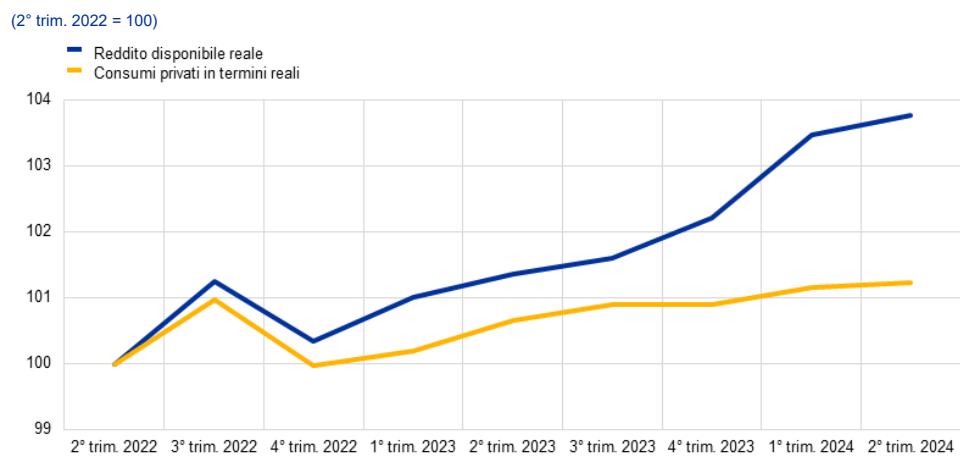
<sup>1</sup> Per un'analisi più dettagliata del modo in cui le esperienze possano "segnare" i consumatori, cfr. Malmendier, U. e Shen, L.S., "Scarred Consumption", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n. 1, 2024, pagg. 322-355. Per una precedente riflessione sulla comprensione degli andamenti e delle percezioni del reddito disponibile delle famiglie, cfr. il riquadro 5 *Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie* nel numero 8/2023 di questo Bollettino. Altre possibili spiegazioni del rallentamento della crescita dei consumi potrebbero essere connesse alla ricostituzione di margini a seguito di un forte shock, all'incertezza circa gli eventi geopolitici o a ritardi nell'adeguamento della spesa legati dai segni inferti alle convinzioni.

<sup>2</sup> Per una sintesi dei recenti progressi nel campo dell'economia comportamentale in merito al ruolo che giocano gli effetti di lunga durata delle esperienze passate nelle decisioni economiche, cfr. Malmendier, U. e Wachter, J. A., "Memory of Past Experiences and Economic Decisions", *The Oxford Handbook of Human Memory*, 2024.

<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, Colarieti, R., Mei, P. e Stantcheva, S., "The How and Why of Household Reactions to Income Shocks", *NBER Working Paper*, n. 32191, 2024.

## Grafico A

### Reddito reale disponibile delle famiglie e consumi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

### L'impennata dell'inflazione osservata negli ultimi anni ha avuto un impatto negativo sul modo in cui i consumatori percepiscono il proprio reddito reale.

In risposta a una domanda qualitativa nell'indagine CES di settembre 2024, solo il 37 per cento degli intervistati (il 21 per cento in risposta allo stesso quesito a settembre 2023) ha segnalato che il reddito reale della propria famiglia era aumentato o rimasto invariato (cfr. il pannello a) del grafico B). Ciò risulta in netto contrasto con la crescita del reddito reale delle stesse famiglie che si evince dal reddito nominale da lavoro che hanno dichiarato di aver percepito nel 2023 e nel 2024 e dai tassi di inflazione ufficiali specifici per paese<sup>4</sup>. Tali redditi reali realizzati impliciti indicano che oltre il 50 per cento di tutte le famiglie ha registrato una crescita positiva del reddito reale nello stesso periodo. Pertanto, esse hanno una percezione molto più pessimistica di quanto suggerirebbe il reddito reale effettivo, sebbene tale percezione sia migliorata dal 2023. Ciò suggerisce che la recente impennata dell'inflazione abbia avuto un impatto negativo sulle percezioni delle famiglie.

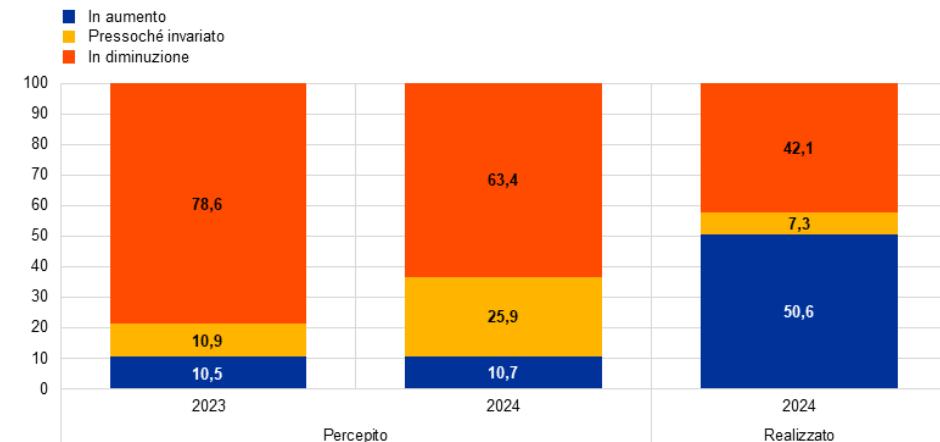
<sup>4</sup> Le famiglie segnalano il proprio reddito da lavoro (compreso il reddito da lavoro autonomo) con frequenza trimestrale: ciò consente di calcolare le variazioni annue del reddito reale a livello di famiglia utilizzando i tassi ufficiali di inflazione. L'utilizzo delle percezioni di inflazione specifiche degli intervistati anziché dei tassi di inflazione effettivi non modifica i risultati e le percezioni di inflazione attuali non spiegano il pessimismo nelle risposte alla domanda qualitativa. Pertanto, il pessimismo riflette la percezione di uno shock negativo al reddito reale che si protrae nel tempo.

## Grafico B

### Reddito reale percepito e realizzato

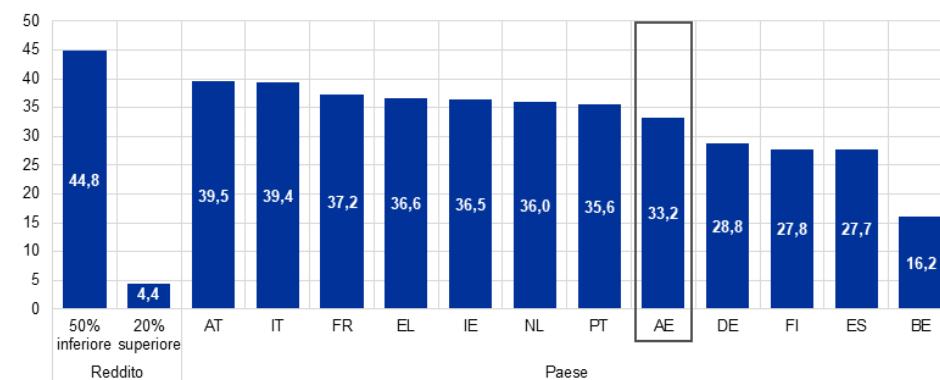
#### a) Variazioni del reddito reale percepite ed effettive

(percentuale delle famiglie)



#### b) Errate percezioni tra percentili di reddito e paesi

(percentuale netta di famiglie pessimiste)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Note: dati ponderati. Il pannello a) mostra il reddito reale percepito dalle famiglie nel 2023 e nel 2024. Ai partecipanti all'indagine è stata posta la seguente domanda: "Con riferimento alla variazione percentuale del reddito netto totale del suo nucleo familiare rispetto alla variazione percentuale dei prezzi in generale negli ultimi 12 mesi, quale delle seguenti affermazioni è la più rispondente?". Le risposte possibili erano: "Il reddito netto totale della mia famiglia...1) è aumentato più dei prezzi in generale, 2) è aumentato meno dei prezzi in generale, 3) è diminuito, 4) è variato più o meno in linea con i prezzi in generale". I redditi realizzati si basano sui livelli effettivi dei redditi nominali da lavoro dichiarati nel 2023 e nel 2024 e sull'inflazione specifica per paese basata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Nel pannello b) la "percentuale netta di famiglie pessimiste" si riferisce alla differenza tra la percentuale di famiglie che hanno percepito una diminuzione del reddito reale in presenza di un reddito reale implicito aumentato e la percentuale di famiglie che hanno percepito un aumento del reddito reale, mentre il reddito reale implicito è diminuito. I percentili di reddito sono calcolati utilizzando i livelli di reddito nominale da lavoro dichiarati nel 2023, distinti per paese. Per entrambi i pannelli, le ultime osservazioni relative ai redditi realizzati si riferiscono a ottobre 2024.

#### Il pessimismo riguardo ai redditi reali è più diffuso tra le famiglie a basso reddito.

La percentuale netta di pessimisti, o la differenza tra la quota di persone che sottostimano le variazioni del proprio reddito reale meno quella di coloro che sovrastimano tali variazioni, è molto più elevata nella parte inferiore della distribuzione del reddito rispetto alla parte superiore (cfr. il pannello b) del grafico B). Ciò riflette probabilmente le differenze nella composizione del loro reddito (da lavoro piuttosto che finanziario), nel loro paniere di consumi o nel livello di alfabetizzazione finanziaria. L'incidenza di percezioni pessimistiche è distribuita in modo relativamente uniforme in tutti i paesi del campione, ad eccezione del Belgio. La percezione meno pessimistica del reddito reale da parte delle famiglie belghe sembra essere collegata all'indicizzazione diffusa (e ben compresa) dei salari e degli

altri redditi all'inflazione in quel paese, che ha accelerato il riallineamento dei redditi nominali ai prezzi più elevati<sup>5</sup>.

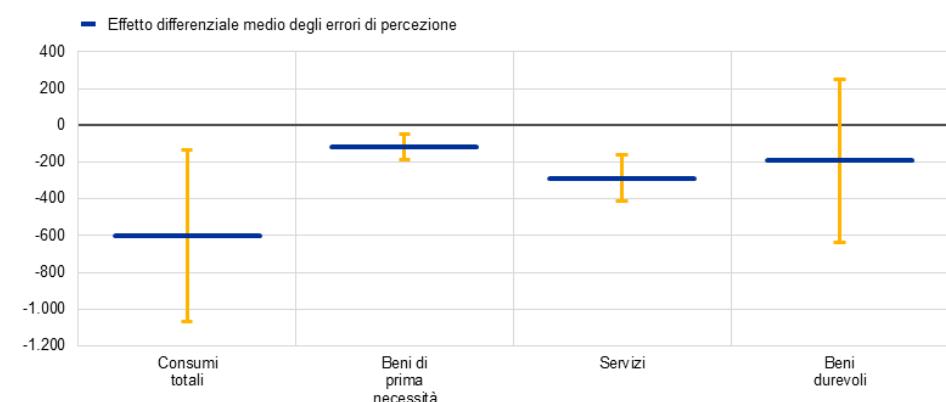
### Le percezioni pessimistiche riguardo al reddito reale hanno un impatto

**negativo sui consumi effettivi.** Sulla base delle osservazioni delle famiglie con un reddito reale in aumento tra il 2023 e il 2024, il campione può essere classificato come: a) famiglie con redditi reali in aumento che percepiscono correttamente tali aumenti; e b) famiglie con redditi reali in aumento che percepiscono una diminuzione di tali redditi. L'impatto del pessimismo è stimato confrontando le variazioni dei consumi di questi due gruppi. Per le famiglie che ritengono erroneamente che i loro redditi siano diminuiti, il pessimismo potrebbe incidere negativamente sui consumi realizzati rispetto alle famiglie che ritengono correttamente che i loro redditi reali siano aumentati. Il grafico C mostra la differenza nelle variazioni totali dei consumi per questi due gruppi tra il 2023 e il 2024. Le famiglie pessimiste mostrano variazioni dei consumi significativamente più negative rispetto a quelle che percepiscono correttamente gli aumenti di reddito. Tale differenza è visibile in tutte le categorie di consumo, ma è maggiore per i servizi rispetto ai beni di prima necessità e a quelli durevoli.

### Grafico C

#### Impatto del pessimismo sui consumi

(variazioni mensili dei consumi, 2023-2024, in euro)



Fonte: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Note: dati ponderati. Gli errori di percezione sono definiti come aumenti del reddito reale delle famiglie percepiti come diminuzioni. Le stime si basano su una specificazione di differenze nelle variazioni (difference-in-difference) tra il 2023 e il 2024 per i due gruppi (aumento del reddito reale percepito come tale e aumento dello reddito reale percepito come diminuzione). Le differenze stimate sono rappresentate sotto forma di barre in cui gli errori in giallo (baffi) rappresentano l'intervallo di confidenza del 90 per cento. Le ultime osservazioni relative ai redditi realizzati si riferiscono a ottobre 2024.

**Con il venir meno degli effetti negativi prolungati dovuti alla recente impennata dell'inflazione, ci si attende che i consumi ritornino in linea con la crescita del reddito reale.** Il recente aumento dell'inflazione ha influito pesantemente sulla percezione del reddito reale delle famiglie, con un impatto negativo sui consumi effettivi. In genere, con il venir meno, seppur graduale, del pessimismo a seguito di

<sup>5</sup> Cfr., ad esempio, Jonckheere, J. e Zimmer, H., “[Wage-price dynamics and monetary policy](#)”, *NBB Economic Review*, n. 4, 2024.

forti shock economici, i consumi dovrebbero acquisire slancio con il miglioramento delle percezioni riguardo ai redditi reali<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> La nuova letteratura sull'economia comportamentale, sintetizzata da Malmendier, U. in “[Experience Effects: The Longlasting Effects of Crises and Other Past Experiences on Expectations and Economic Decisions](#)”, intervento pronunciato in occasione del *2022 Pension Research Council Virtual Symposium*, Wharton School, University of Pennsylvania, 31 marzo 2022, sottolinea la natura graduale degli aggiustamenti agli shock economici passati.

### 3

## Il ruolo dei fattori demografici nei recenti andamenti del tasso di disoccupazione

a cura di Clémence Berson, António Dias da Silva e Marco Weissler

**I cambiamenti demografici nel mercato del lavoro dell'area dell'euro incidono sul tasso di disoccupazione.** Il tasso di disoccupazione dell'area è diminuito di 0,9 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 2021, scendendo al 6,3 per cento a ottobre 2024, ossia al livello più basso dall'introduzione dell'euro<sup>1</sup>. Il calo si è verificato malgrado il significativo aumento delle forze di lavoro, che tra il quarto trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2024 sono cresciute del 3,5 per cento. Tale incremento è stato in gran parte determinato dalla manodopera non UE<sup>2</sup>, dai lavoratori più anziani<sup>3</sup> e da quelli con istruzione terziaria. Questi gruppi sono cresciuti rispettivamente del 24,7, del 9,9 e del 7,9 per cento (cfr. il grafico A), aumentando non solo per dimensioni ma anche per tassi di partecipazione. La misura in cui i cambiamenti demografici delle forze di lavoro possono influire sui tassi di disoccupazione varia a seconda delle diverse caratteristiche dei gruppi interessati, compresi i rischi di disoccupazione specifici delle diverse professioni e l'anzianità lavorativa. Ad esempio, i lavoratori impiegati nella stessa posizione da più tempo godono spesso di maggiori tutele contro i licenziamenti per effetto delle norme in materia di protezione dell'impiego. Inoltre, i lavoratori con esperienza e quelli con livelli di istruzione più elevati, dopo essere diventati disoccupati, frequentemente trovano un nuovo impiego in tempi più rapidi. Le caratteristiche demografiche, quali l'età, il livello di istruzione e la nazionalità, possono quindi incidere sulla probabilità di essere occupati o disoccupati. Nello scenario delineato, il presente riquadro approfondisce il ruolo dei fattori dal lato dell'offerta di lavoro nel determinare il tasso di disoccupazione e, in particolare, i potenziali contributi degli andamenti demografici<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo 2 *Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Nel presente riquadro per "manodopera non UE" si intendono i lavoratori che non sono cittadini di un paese dell'UE, per "manodopera intra-UE" i lavoratori che sono cittadini di un paese dell'UE ma non di quello in cui lavorano e per "lavoratori stranieri" quelli che non sono cittadini del paese in cui partecipano alle forze di lavoro. Con "lavoratori nazionali" si fa riferimento agli individui che lavorano nel paese dell'area dell'euro di cui sono cittadini.

<sup>3</sup> Ai fini del presente studio i lavoratori giovani sono quelli di età compresa tra i 15 e i 24 anni, i lavoratori adulti sono quelli di età compresa tra i 25 e i 54 anni e i lavoratori più anziani sono quelli di età compresa tra i 55 e i 74 anni.

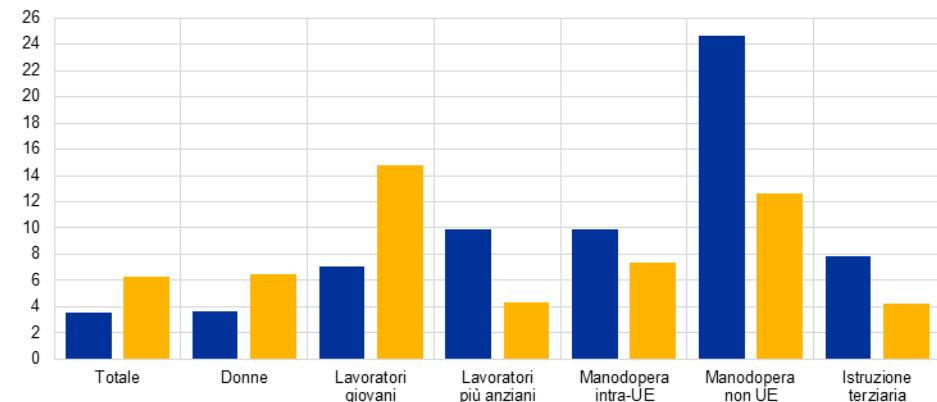
<sup>4</sup> Nell'area dell'euro l'attuale dinamica del tasso di disoccupazione ha anche beneficiato del mantenimento della manodopera inutilizzata, che ha contribuito a contenere i licenziamenti. Per un'analisi e stime del mantenimento della manodopera inutilizzata, cfr. il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Partecipazione alle forze di lavoro e tasso di disoccupazione per gruppo demografico

(forze di lavoro: variazioni percentuali; tasso di disoccupazione: in percentuale delle forze di lavoro)

- Incremento delle forze di lavoro dal 4° trim. 2021
- Tasso di disoccupazione nel 3° trim. 2024



Fonte: Eurostat.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024. I tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro sono stati destagionalizzati. Il grafico mostra solo i gruppi demografici caratterizzati da una crescita delle forze di lavoro superiore alla media.

**Il numero di disoccupati è fortemente diminuito negli ultimi trimestri.** Sebbene a partire dall'inizio del 2023 il tasso di disoccupazione sia sceso a un ritmo lento, dal quarto trimestre del 2021 il numero di disoccupati si è ridotto in misura significativa, di circa 1,0 milioni di unità (8,7 per cento), pari a circa lo 0,6 per cento delle forze di lavoro in tale periodo. I tassi di disoccupazione, tuttavia, hanno continuato a mostrare differenze significative tra i diversi gruppi demografici (cfr. il grafico A). Nel terzo trimestre del 2024 i tassi di disoccupazione destagionalizzati relativi ai lavoratori più anziani e a quelli stranieri (manodopera intra-UE e non UE) si sono collocati, rispettivamente, al 4,4 e al 12,7 per cento. Anche i cambiamenti nella composizione demografica delle forze di lavoro possono pertanto contribuire alle variazioni del tasso di disoccupazione.

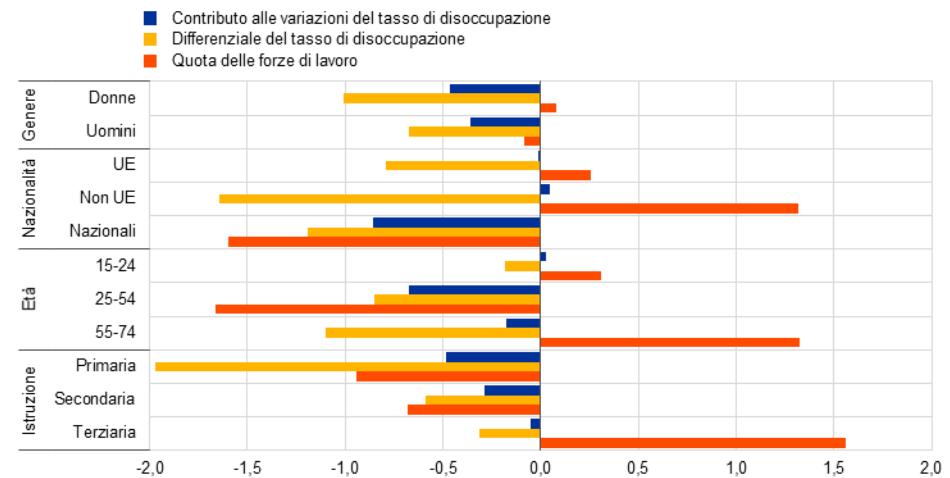
**Il calo del tasso di disoccupazione è stato eterogeneo nei diversi gruppi demografici (cfr. le barre gialle del grafico B).** Il tasso di disoccupazione è diminuito di 1,0 punti percentuali per le donne, ma di poco più di 0,7 punti percentuali per gli uomini. Una scomposizione della popolazione attiva per nazionalità mostra che a partire dal quarto trimestre del 2021 il tasso di disoccupazione è sceso di 1,6 punti percentuali per la manodopera non UE, segnando un calo nettamente superiore a quello osservato nello stesso arco di tempo per i lavoratori nazionali, che è stato pari a 1,2 punti percentuali. In questo periodo il tasso di disoccupazione relativo alla manodopera intra-UE, già più basso, è diminuito soltanto di 0,8 punti percentuali. Tra le varie fasce di età, la flessione più marcata del tasso di disoccupazione ha riguardato i lavoratori più anziani. Il calo del tasso di disoccupazione ha mostrato notevoli differenze anche a seconda dei livelli di istruzione: il tasso relativo ai lavoratori con istruzione non terziaria è diminuito in misura molto più accentuata rispetto a quello relativo ai lavoratori con istruzione terziaria (-1,1 e -0,3 punti percentuali rispettivamente). Nel complesso ciò suggerisce che gli andamenti del tasso di disoccupazione variano notevolmente tra i diversi

gruppi demografici. I maggiori contributi alla sua flessione sono provenuti dai lavoratori nazionali e dai lavoratori adulti (cfr. le barre blu del grafico B), che insieme rappresentano una parte consistente delle forze di lavoro.

### Grafico B

#### Scomposizione del tasso di disoccupazione dal quarto trimestre del 2021 al terzo trimestre del 2024

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: per "Differenziale del tasso di disoccupazione" si intende la variazione del tasso di disoccupazione per ciascun sottogruppo. La voce "Quota delle forze di lavoro" è la variazione del contributo di ciascun sottogruppo al totale delle forze di lavoro (la somma di tali variazioni all'interno di ciascun sottogruppo è pari a zero). Per "Contributo alle variazioni del tasso di disoccupazione" si intende l'effetto congiunto del differenziale del tasso di disoccupazione e della variazione della quota del corrispondente gruppo demografico nelle forze di lavoro. I tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro sono stati destagionalizzati. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

#### Il calo del tasso di disoccupazione è stato favorito dai cambiamenti

**demografici delle forze di lavoro.** L'aumento della quota di lavoratori più anziani, di manodopera non UE e di individui con istruzione terziaria nelle forze di lavoro ha intensificato il contributo di ciascun gruppo al recente calo del tasso di disoccupazione (cfr. le barre rosse del grafico B). Negli ultimi tre anni le variazioni che hanno interessato le dimensioni di questi gruppi sono state considerevoli e si sono accompagnate a un calo dei tassi di disoccupazione. Tali flessioni sono attribuibili, in primo luogo, al costante miglioramento del livello di istruzione delle forze di lavoro, che riflette un migliore accesso ai percorsi formativi nell'area dell'euro per le coorti attuali rispetto a quelle del passato. A partire dal quarto trimestre del 2021 la quota delle forze di lavoro con istruzione terziaria è aumentata di 1,6 punti percentuali (cfr. il grafico B). In secondo luogo, la quota di lavoratori più anziani è fortemente aumentata a partire dal 2021 (di 1,3 punti percentuali), mentre quella dei lavoratori adulti continua a diminuire (essendosi ridotta di 1,7 punti percentuali nello stesso periodo). Entrambi i gruppi hanno contribuito al recente calo del tasso di disoccupazione. In terzo luogo, anche la quota di lavoratori stranieri nella popolazione attiva è significativamente aumentata negli ultimi due anni, in particolare quella della manodopera non UE (cresciuta di 1,3 punti percentuali dal quarto trimestre del 2021). I lavoratori stranieri, tuttavia, non hanno contribuito al recente calo del tasso di disoccupazione dato che quest'ultimo, per tale gruppo, è superiore a quello del resto delle forze di lavoro. Nello stesso periodo la quota di lavoratori nazionali è diminuita (scendendo di 1,6 punti percentuali a partire dal

quarto trimestre del 2021) a causa del calo della popolazione in età lavorativa nei rispettivi paesi di origine dell'UE.

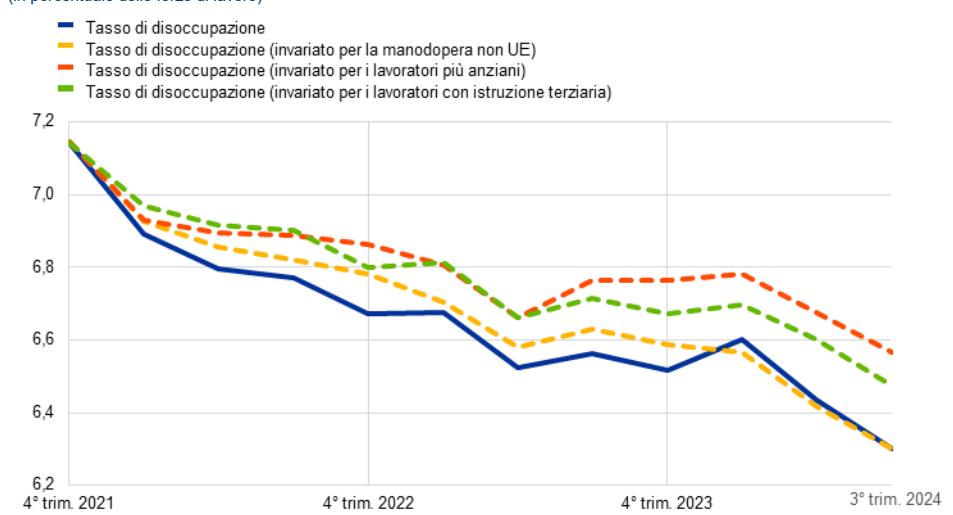
**Nel caso dei lavoratori stranieri la maggior parte dell'incremento delle forze di lavoro si riflette in una crescita dell'occupazione, con un calo del tasso di disoccupazione di tali lavoratori in linea con quello dei lavoratori nazionali.**

Dalla fine del 2021 la partecipazione dei lavoratori stranieri al mercato del lavoro è aumentata in modo significativo, salendo del 9,9 per cento per la manodopera intra-UE e del 24,7 per la manodopera non UE. Mentre i tassi di disoccupazione dei lavoratori stranieri (pari al 7,4 per cento per la manodopera intra-UE e al 12,6 per la manodopera non UE) sono notevolmente superiori al tasso di disoccupazione dei lavoratori nazionali (5,8 per cento), la crescente partecipazione di lavoratori stranieri al mercato del lavoro registrata negli ultimi anni non ha avuto alcun impatto significativo sul tasso di disoccupazione dell'area dell'euro, dato che gran parte di questa maggiore partecipazione si è tradotta in un aumento dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione della manodopera non UE è, di fatto, diminuito più di quello dei lavoratori nazionali. Tuttavia, un tasso di disoccupazione controfattuale, che ipotizzi, per la manodopera non UE, un tasso di disoccupazione invariato e una partecipazione alle forze di lavoro pari al livello osservato nel quarto trimestre del 2021, non avrebbe modificato il tasso di disoccupazione complessivo nel terzo trimestre del 2024 e il tasso sarebbe stato persino superiore di 0,1 punti percentuali rispetto al periodo 2022-2023 (cfr. il grafico C).

**Grafico C**

Tasso di disoccupazione e contributo della manodopera non UE, dei lavoratori con istruzione terziaria e dei lavoratori più anziani

(in percentuale delle forze di lavoro)



Fonte: Eurostat.

Note: negli scenari controfattuali i tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro relativi alla manodopera non UE, ai lavoratori con istruzione terziaria e a quelli più anziani permangono sui livelli osservati nel quarto trimestre del 2021. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024. I tassi di disoccupazione e i dati sulle forze di lavoro sono stati destagionalizzati.

**Le variazioni nei livelli di istruzione hanno lievemente abbassato il tasso di disoccupazione.** La crescente quota di forze di lavoro con istruzione terziaria ha contribuito in modo significativo al graduale calo del tasso di disoccupazione. Se le quote legate ai diversi livelli di istruzione fossero rimaste invariate rispetto

al quarto trimestre del 2021, nel terzo trimestre del 2024 il tasso di disoccupazione sarebbe stato di 0,2 punti percentuali più elevato. Il tasso di disoccupazione dei lavoratori con istruzione terziaria, pur non essendo diminuito in misura più marcata rispetto al tasso complessivo, è stato strutturalmente più basso. La spiegazione potrebbe risiedere, in generale, nella maggiore flessibilità delle competenze di questi lavoratori, che si traduce in una riduzione dei relativi rischi di disoccupazione e rende loro più facile trovare un nuovo posto di lavoro dopo la perdita di un impiego<sup>5</sup>. Ciò, tuttavia, non vale per tutti i paesi. In Germania e nei Paesi Bassi, ad esempio, i lavoratori con istruzione secondaria professionale presentano tassi di disoccupazione simili o addirittura inferiori rispetto ai lavoratori con istruzione terziaria.

**Allo stesso tempo, la quota crescente di lavoratori più anziani nelle forze di lavoro ha contribuito in misura significativa al recente calo del tasso di disoccupazione.** La popolazione dell'area dell'euro sta invecchiando e i lavoratori più anziani rimangono più a lungo nel mercato del lavoro. Ad esempio, a causa del maggiore attaccamento al mercato del lavoro rispetto alle coorti precedenti e grazie al perdurare di una domanda elevata di competenze e capacità e a un cambiamento di lungo periodo delle mansioni (ad esempio, a favore di attività meno gravose dal punto di vista fisico), un maggior numero di lavoratori continua a lavorare fino all'età pensionabile stabilita per legge. Diversi paesi, inoltre, hanno riformato i propri sistemi pensionistici, determinando un innalzamento dell'età di pensionamento effettiva<sup>6</sup>. Di conseguenza, i lavoratori più anziani stanno diventando un gruppo più ampio all'interno delle forze di lavoro e la loro partecipazione al mercato del lavoro è aumentata del 9,1 per cento tra il quarto trimestre del 2021 e il terzo trimestre del 2024<sup>7</sup>. In aggiunta, il tasso di disoccupazione dei lavoratori più anziani è contenuto, collocandosi al 4,4 per cento nel terzo trimestre del 2024 (in calo di 1,0 punti percentuali rispetto all'ultimo trimestre del 2021), a fronte di un tasso pari al 5,8 per cento per i lavoratori adulti (diminuito di 0,9 punti percentuali nello stesso periodo). Se il tasso di disoccupazione e la partecipazione alle forze di lavoro degli individui più anziani fossero rimasti stabili sui livelli osservati alla fine del 2021, nel terzo trimestre del 2024 il tasso di disoccupazione aggregato dell'area dell'euro sarebbe stato superiore di 0,3 punti percentuali.

---

<sup>5</sup> Cfr., ad esempio, *Education at a Glance 2024: OECD Indicators*, Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, Parigi, 10 settembre 2024.

<sup>6</sup> Esiste inoltre una correlazione positiva tra livello di istruzione e mantenimento dell'impiego. Cfr., ad esempio, Venti, S. e Wise, D.A., "The Long Reach of Education: Early Retirement", *Journal of the Economics of Ageing*, vol. 6, 2015, pagg. 1-13.

<sup>7</sup> Cfr. Berson, C. e Botelho, V., "Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female", *Il Blog della BCE*, BCE, 8 novembre 2023, e il riquadro 8 *Proiezioni sui costi dell'invecchiamento: nuove evidenze dall'Ageing Report 2024* nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

## 4

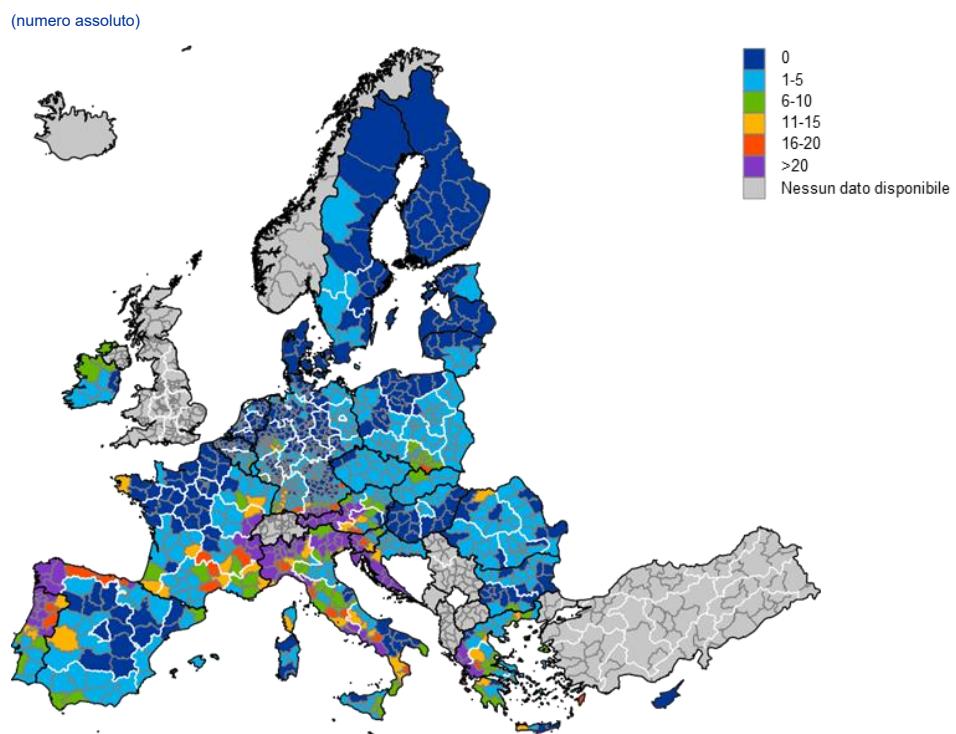
# L'impatto economico degli eventi alluvionali

a cura di Guzmán González-Torres Fernández e Miles Parker

**Eventi meteorologici estremi come le devastanti inondazioni improvvise che hanno colpito la Spagna lo scorso ottobre hanno notevoli ripercussioni sul piano umano, sociale ed economico.** I cambiamenti climatici stanno rendendo più comune questo genere di eventi e si prevede che tale tendenza continui ad aumentare. Inoltre, la frequenza crescente di questi fenomeni non costituisce l'unica fonte di preoccupazione, bensì anche la loro maggiore intensità, come osservato in Spagna sud-orientale, che finora non ha subito alluvioni frequenti come avvenuto in altre regioni d'Europa (cfr. la figura A). A ottobre 2024 alcune stazioni meteorologiche in prossimità di Valencia hanno registrato in sole otto ore il quantitativo di pioggia che mediamente cade in un anno<sup>1</sup>. Secondo una prima stima, l'evento è risultato due volte più probabile e il 12 per cento più potente di quanto sarebbe stato in assenza di cambiamenti climatici imputabili all'intervento dell'uomo<sup>2</sup>.

**Figura A**

Distribuzione delle alluvioni nelle regioni europee (1995-2022)



Fonti: ECMWF (serie di dati ERA5) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: il campione finale comprende 1.160 regioni NUTS 3 (Nomenclatura comune delle unità territoriali statistiche) di 27 Stati membri dell'UE per il periodo compreso tra il 1995 e il 2022.

<sup>1</sup> Cfr. ["Devastating rainfall hits Spain in yet another flood-related disaster"](#), Organizzazione meteorologica mondiale, 31 ottobre 2024.

<sup>2</sup> Cfr. ["Extreme downpours increasing in southeastern Spain as fossil fuel emissions heat the climate"](#), World Weather Attribution, 4 novembre 2024.

**Oltre agli effetti devastanti per la società e all'improvvisa interruzione dell'attività economica, l'impatto complessivo degli eventi meteorologici estremi nel medio e lungo periodo può essere significativo, in particolare nel contesto di un clima che sta cambiando.** Innanzitutto, mentre i costi nel breve periodo sono generalmente limitati ai danni e alle interruzioni causati dagli eventi stessi nell'immediato, le variazioni degli investimenti, dell'offerta di lavoro e della produttività potrebbero potenzialmente prolungare gli effetti economici. In secondo luogo, gli eventi meteorologici estremi sono spesso relativamente circoscritti localmente, inducendo dinamiche migratorie che possono rallentare una possibile ripresa economica. Infine, gli effetti di tali eventi eccezionali dipendono dalle condizioni climatiche iniziali. Con il cambiamento climatico che altera le temperature medie e l'andamento delle precipitazioni, le conseguenze economiche di eventi di questo genere nell'arco del ciclo economico potrebbero peggiorare in futuro.

**Le alluvioni possono incidere sull'economia dal lato sia dell'offerta sia della domanda, rendendo incerto l'impatto complessivo sull'inflazione<sup>3</sup>.**

Le interruzioni dell'offerta e delle infrastrutture possono aumentare i costi per le imprese e incoraggiarle a innalzare i prezzi. Al tempo stesso, la perdita di posti di lavoro e la riduzione dei redditi delle famiglie, accompagnate da una maggiore incertezza, possono deprimere la domanda. Sono pochi gli studi sull'impatto delle inondazioni sull'inflazione, ma le informazioni disponibili indicano un aumento immediato, seppur di breve durata, dei prezzi dei beni alimentari e un calo più prolungato dell'inflazione di fondo, in quanto le interruzioni dell'offerta a breve termine sono seguite da una domanda più debole<sup>4</sup>. L'impatto complessivo sui prezzi dipende probabilmente da quanto rapidamente e integralmente sono ripristinate l'offerta e le infrastrutture.

**Analizzando più nel dettaglio gli effetti sull'attività economica reale, l'impatto delle alluvioni può variare notevolmente a seconda dei settori e delle regioni<sup>5</sup>.**

Mentre nelle regioni ad alto reddito le inondazioni sono generalmente seguite da un periodo prolungato, seppur temporaneo, di espansione delle costruzioni, nelle regioni a medio reddito non si osserva alcun incremento di questo tipo (cfr. il grafico A)<sup>6</sup>. Allo stesso tempo, si riscontra una riduzione permanente del livello del valore aggiunto lordo industriale nelle regioni a medio reddito e un incremento in quelle ad alto reddito. Per quanto riguarda i settori diversi dalle costruzioni, alcuni studi rilevano che moderate inondazioni possano dare impulso alla produzione agricola nell'anno successivo a un evento alluvionale, forse per via delle maggiori precipitazioni che stimolano la produttività agricola nei raccolti successivi<sup>7</sup>. Tuttavia,

<sup>3</sup> Cfr. Ciccarelli, M. e Marotta, F., "Demand or Supply? An empirical exploration of the effects of climate change on the macroeconomy", *Energy Economics*, vol. 129, gennaio 2024.

<sup>4</sup> Cfr. Parker, M., "The Impact of Disasters on Inflation", *Economics of Disasters and Climate Change*, vol. 2, numero 1, 2018, pagg. 21-48.

<sup>5</sup> Per la serie completa di risultati, cfr. Usman, S., González-Torres Fernández, G. e Parker, M., "Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term", *Working Paper Series*, n. 3002, BCE, dicembre 2024.

<sup>6</sup> Le regioni sono suddivise in terzili in base al PIL regionale pro capite del 2022 ai prezzi del 2015 per l'intero campione di regioni NUTS 3, con riferimento a tutti i 27 Stati membri dell'UE. Di conseguenza, le regioni ad alto reddito sono qui definite come regioni che appartengono al terzile superiore (ossia il 33 per cento) della distribuzione regionale del reddito.

<sup>7</sup> Cfr. Fomby, T., Ikeda, Y. e Loayza, N., "The growth aftermath of natural disasters", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 28, numero 3, 2013, pagg. 412-434.

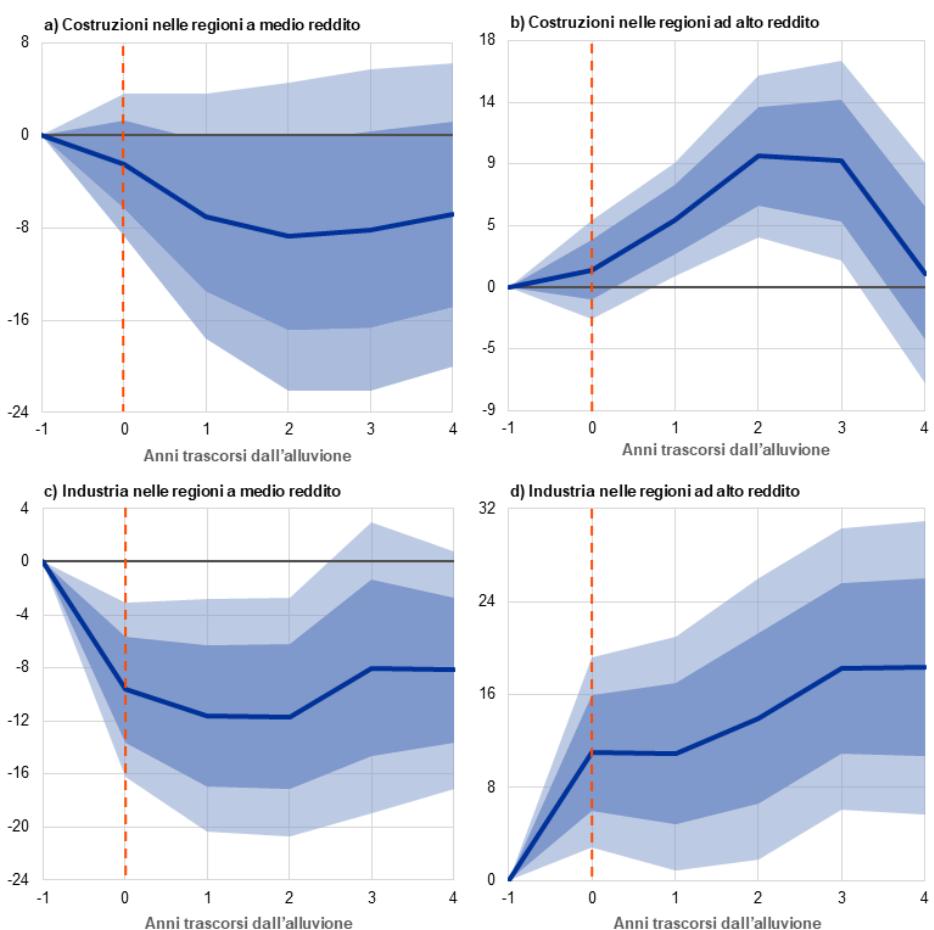
tal' effetto sembra sparire in occasione di inondazioni gravi, a causa forse dell'erosione del suolo che neutralizza l'impatto positivo delle piogge.

### Grafico A

Effetti a medio termine delle alluvioni sul valore aggiunto lordo dei settori per livello reddituale iniziale

(variazione percentuale)

- Intervallo di confidenza al 68 per cento
- Intervallo di confidenza al 90 per cento
- Media



Fonti: ECMWF (serie di dati ERA5), Commissione europea (banca dati ARDECO) ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: le regioni sono suddivise in terzili in base al PIL regionale pro capite del 2022 ai prezzi del 2015. Un evento alluvionale è una variabile binaria che assume il valore 1 se l'indice standardizzato delle precipitazioni per almeno un mese mostra condizioni estremamente umide. Lo shock si verifica nel periodo 0. L'asse delle ascisse mostra gli anni trascorsi dall'evento, iniziando da -1 per mostrare l'assenza di tendenze preesistenti. Le risposte sono stimate utilizzando un modello di proiezione locale di tipo difference-in-difference; per maggiori dettagli, cfr. Usman, S. et al. (op. cit.).

**Queste tendenze settoriali suggeriscono l'importanza di riparare tempestivamente i danni subiti dalle infrastrutture per evitare perdite permanenti di prodotto (cfr. il grafico B).** Nelle regioni ad alto reddito l'evento è seguito da maggiori investimenti e da un aumento del PIL, in linea con il boom della ricostruzione implicito negli andamenti settoriali. I dati mostrano inoltre una maggiore produttività totale dei fattori in queste regioni, a dimostrazione del fatto che potrebbe essere possibile "ricostruire meglio". Tuttavia, tale investimento più elevato non avviene nelle regioni a medio reddito.

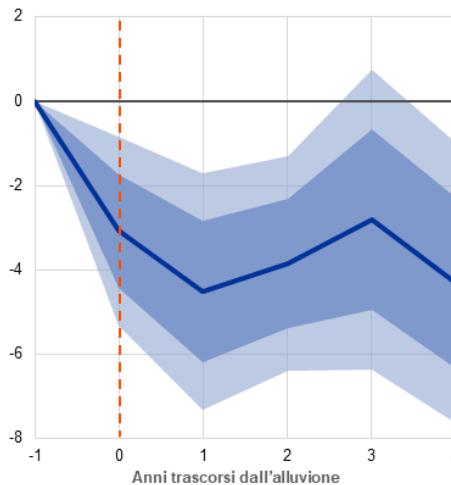
## Grafico B

### Effetti a medio termine delle alluvioni sul prodotto regionale per livello reddituale iniziale

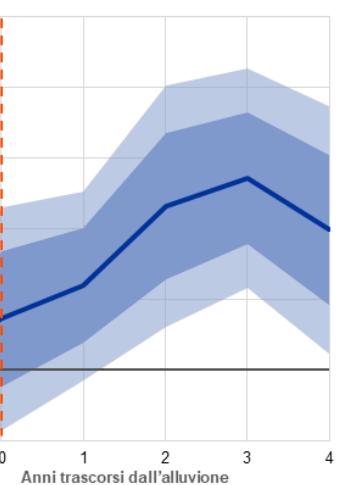
(variazione percentuale)

- Intervallo di confidenza al 68 per cento
- Intervallo di confidenza al 90 per cento
- Media

a) Regioni a medio reddito



b) Regioni ad alto reddito



Fonti: ECMWF (serie di dati ERA5), Commissione europea (banca dati ARDECO) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le regioni sono suddivise in terzili in base al PIL regionale pro capite del 2022 ai prezzi del 2015. Un evento alluvionale è una variabile binaria che assume il valore 1 se l'indice standardizzato delle precipitazioni per almeno un mese mostra condizioni estremamente umide. Lo shock si verifica nel periodo 0. L'asse delle ascisse mostra gli anni trascorsi dall'evento, iniziando da -1 per mostrare l'assenza di tendenze preesistenti. Le risposte sono stimate utilizzando un modello di proiezione locale di tipo difference-in-difference; per maggiori dettagli, cfr. [Usman, S. et al. \(op. cit.\)](#).

**La copertura assicurativa e lo sviluppo economico sono fondamentali per consentire alle economie europee locali e regionali di sfruttare i meccanismi di condivisione dei rischi che possono contribuire ad alleviare i danni economici locali.** Le caratteristiche economiche e istituzionali che presentano una forte correlazione con il reddito, quali i vincoli finanziari, la qualità della governance e le infrastrutture pubbliche, potrebbero incidere sui risultati economici di lungo periodo<sup>8,9</sup>. Tassi di copertura assicurativa più elevati possono velocizzare la ricostruzione e ridurre l'impatto a lungo termine delle inondazioni. Ciò premesso, in Europa solo un quarto dei danni legati al clima è attualmente coperto da assicurazioni, con una quota inferiore al 5 per cento in alcune economie<sup>10</sup>. La BCE, insieme all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pension Authority, EIOPA), ha recentemente delineato una potenziale soluzione a livello di Unione europea per sostenere l'offerta di coperture assicurative contro le catastrofi, basandosi sulle esistenti strutture nazionali e dell'UE<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Cfr. Augusztin, A., Iker, Á., Monisso, A. e Szörfi, B., ["The growth effect of EU funds – the role of institutional quality"](#), *Working Paper Series*, n. 3014, BCE, gennaio 2025.

<sup>9</sup> Cfr. Filip, D. e Setzer, R., ["Government quality and regional economic performance and resilience in the EU"](#), *Working Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

<sup>10</sup> Cfr. Christophersen, C. et al., ["What to do about Europe's climate insurance gap?"](#), *Il blog della BCE*, 24 aprile 2023.

<sup>11</sup> Cfr. ["Towards a European system for natural catastrophe risk management"](#), BCE ed EIOPA, dicembre 2024.

**Attraverso le interconnessioni nelle catene di approvvigionamento l'impatto economico delle inondazioni si estende anche oltre le aree immediatamente colpite.** Uno studio delle alluvioni avvenute in Belgio nel 2021 evidenzia perturbazioni significative per le imprese direttamente colpite dall'evento<sup>12</sup>, che hanno visto diminuire le loro vendite in media del 15 per cento e aumentare la probabilità di fallimento. Al contempo, hanno subito un calo delle vendite anche le imprese nelle regioni non interessate dagli eventi quando questi hanno colpito i loro fornitori. Queste perturbazioni indotte dalla catena di approvvigionamento si sono protratte per un anno dopo le alluvioni, giacché le imprese hanno avuto difficoltà a sostituire rapidamente i loro fornitori storici lungo le catene di approvvigionamento.

**Se da un lato è essenziale eliminare le emissioni di carbonio per contenere la frequenza e l'intensità delle inondazioni in futuro, dall'altro è possibile ridurne l'incidenza e la probabilità su orizzonti più brevi.** I dati dimostrano che l'adattamento climatico, aumentando lo stock di capitale destinato a opere di difesa contro le alluvioni, ne riduce significativamente l'incidenza in un orizzonte da due a quattro anni<sup>13</sup>. È tuttavia meno certo che tali opere riducano i danni al verificarsi di eventi di grave portata. Come precedentemente illustrato, è probabile che le differenze istituzionali ed economiche tra le regioni svolgano un ruolo cruciale nel determinare l'adattamento: è più probabile che siano le regioni ad alto reddito, con istituzioni di alta qualità, a investire nel capitale destinato a opere di difesa dalle alluvioni. Sono pertanto necessari miglioramenti dei quadri giuridici e dell'innovazione finanziaria a livello sia nazionale sia europeo per ridurre l'attuale notevole divario di finanziamenti per l'adattamento<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> Cfr. Bijnens, G., Montoya, M. e Vanormelingen, S., “[A bridge over troubled water: flooding shocks and supply chains](#)”, *Working Papers*, n. 466, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, ottobre 2024.

<sup>13</sup> Cfr. Mari, R. e Ficarra, M., “[Weathering the storm: the economic impact of floods and the role of adaptation](#)”, *Bank Underground*, Bank of England, 29 novembre 2024.

<sup>14</sup> Cfr. Mongelli, F., Ceglar, A. e Scheid, B., “[Why do we need to strengthen climate adaptations? Scenarios and financial lines of defense](#)”, *Working Paper Series*, n. 3005, BCE, 2024.

## 5

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

a cura di Franziska Maruhn, Richard Morris e Michal Slavik

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 82 società non finanziarie leader che operano nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 6 e il 14 gennaio 2025<sup>1</sup>.

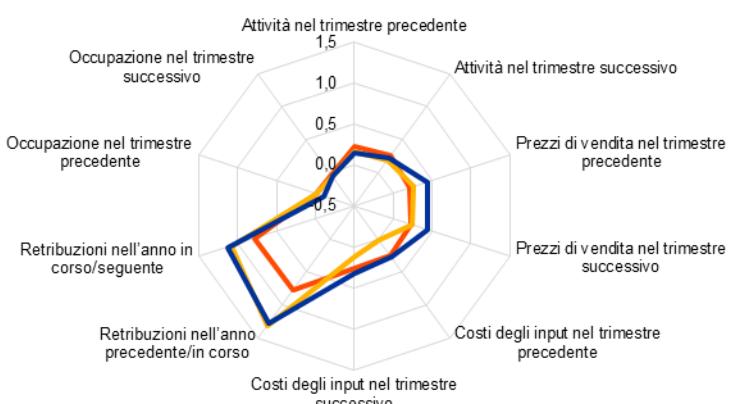
**Le società contattate hanno segnalato una dinamica dell'attività modesta al volgere dell'anno, con una produzione manifatturiera invariata o in calo a fronte di una maggiore tenuta dell'attività nel settore dei servizi (cfr. i grafici A e B).** La debolezza del settore manifatturiero è ritenuta sempre più strutturale, riflettendo gli elevati costi di energia e lavoro, un contesto normativo inibitorio e una maggiore concorrenza nelle importazioni. La crescita nel settore dei servizi è stata trainata sia dalla spesa per consumi sia dalla domanda di servizi alle imprese, focalizzata sull'efficienza e sulla trasformazione dei modelli di business.

## Grafico A

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE sulla scorta di quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Una valutazione pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono rispettivamente al quarto trimestre del 2024 e al primo trimestre del 2025, mentre nell'edizione precedente si riferiscono al terzo e al quarto trimestre del 2024. Le interlocuzioni con le società contattate che hanno avuto luogo a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre si concentrano sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica è una media dei punteggi ottenuti utilizzando sintesi di interlocuzioni passate che risalgono nel tempo fino al 2008.

**La crescita della spesa per consumi ha mostrato nuovamente la priorità dei servizi rispetto ai beni e una continua attenzione ai prezzi.** Nel settore del

<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.

commercio al dettaglio di prodotti alimentari, gli acquirenti cercano ancora "soluzioni più vantaggiose". Ciò ha favorito i negozi economici (discount), mentre i supermercati hanno reagito ampliando l'offerta del marchio del proprio distributore a scapito delle grandi marche. Nel settore del commercio al dettaglio di beni non alimentari, le società contattate hanno segnalato una crescente concorrenza da parte dei rivenditori online cinesi. In tale contesto, i rivenditori di abbigliamento al dettaglio hanno segnalato notevoli problemi nei segmenti di prezzo intermedio, a fronte di una buona crescita della domanda di marche di lusso. Il mercato di consumo degli elettrodomestici ha mostrato alcuni segnali di ripresa. Le società interpellate operanti nel settore dei viaggi e del turismo hanno segnalato il perdurare di una forte crescita. Ciò può essere ricondotto all'allungamento della stagione estiva 2024, a una stagione invernale finora positiva e a una crescita molto forte delle prenotazioni anticipate per la stagione estiva 2025, sebbene questo rifletta in parte una crescente tendenza a prenotare in anticipo. La domanda di viaggi turistici ha continuato a crescere notevolmente nonostante il forte aumento dei prezzi, ma i consumatori sembrerebbero aver risparmiato sugli extra quali i pasti nei ristoranti. Anche le società contattate nel settore dei servizi di telecomunicazione hanno segnalato una crescita costante della domanda da parte dei consumatori.

#### Grafico B

#### Indicazioni sull'andamento e le prospettive dell'attività

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

**La debolezza dell'attività manifatturiera ha continuato a gravare sugli investimenti, ma l'attenzione rivolta all'efficienza ha stimolato la domanda di alcuni servizi alle imprese.** La maggior parte delle società contattate nel settore manifatturiero ha affermato che, nel 2024, l'attività è stata deludente rispetto alle aspettative, che prevedevano una lieve ripresa. La domanda è invece rimasta sostanzialmente stabile su livelli bassi e la recessione è sempre più percepita come strutturale. Molte società hanno citato l'impennata dei costi dell'energia e del lavoro degli ultimi anni, che non sono stati sostenuti nella stessa misura dai concorrenti di altre parti del mondo. Hanno inoltre menzionato un regime di regolamentazione più oneroso, a cui ora si aggiunge l'incertezza sui dazi futuri. Insieme ai tassi di interesse ancora relativamente elevati, ciò ha creato un clima sfavorevole per gli

investimenti in nuovi macchinari e attrezzature e molte imprese hanno cercato di ridurre la capacità produttiva nell'area dell'euro. Si è tuttavia registrata una crescita della domanda di beni e servizi che avrebbe aiutato le imprese a diminuire i costi, a ridurre le emissioni di anidride carbonica e a trasformare la propria attività o renderla più resiliente. Di conseguenza, le imprese produttrici di beni di investimento che hanno fornito tecnologie più efficienti o verdi hanno registrato una domanda positiva o in ripresa. Inoltre, i fornitori di servizi alle imprese hanno segnalato una rapida crescita della domanda di IA e di sicurezza informatica, che ha altresì stimolato la domanda dei relativi servizi di consulenza.

**A differenza di quanto osservato nel settore manifatturiero, le segnalazioni ricevute da parte dei settori delle costruzioni e immobiliare sono state lievemente più positive.** L'attività delle costruzioni è stata ancora frenata dall'edilizia residenziale, per via di costi elevati e lunghi iter di approvazione, nonché di una spesa pubblica e di processi decisionali carenti, soprattutto in Germania e in Francia. Tuttavia, le costruzioni non residenziali (in particolare centri dati, infrastrutture verdi e di telecomunicazioni) hanno continuato a crescere, il mercato immobiliare ha mostrato segni di ripresa e si attende un recupero dell'edilizia residenziale nel corso del 2025.

**Nel complesso, tuttavia, le società contattate non si attendevano una variazione sostanziale della dinamica dell'attività nel breve periodo.**

L'incertezza economica e politica è stata molto elevata a seguito del crollo dei governi di Germania e Francia e dell'incertezza sulle politiche che il governo entrante negli Stati Uniti avrebbe perseguito. Pertanto era improbabile che il clima di fiducia potesse migliorare in misura significativa nel breve periodo. Molte società tuttavia continuano a sperare in una ripresa più forte nel corso del 2025, quando le politiche economiche nell'area dell'euro e a livello mondiale dovranno essere più chiare.

**Le prospettive per l'occupazione sono rimaste deboli, data l'attenzione di molte imprese ad aumentare l'efficienza e la produttività.** Molte imprese manifatturiere hanno ridotto il personale, mentre altre hanno adottato un approccio cauto nelle assunzioni. Le agenzie di collocamento hanno riferito di un calo nell'attività per un ulteriore trimestre nella maggior parte di paesi e settori, nonché un basso tasso di conversione dei contratti a tempo determinato in contratti a tempo indeterminato. Molti hanno affermato che l'avvicendamento del personale è stato basso, in quanto i dipendenti si sono mostrati più restii a cambiare lavoro e le potenziali imprese di destinazione non hanno offerto i necessari incentivi salariali. Nonostante la "tensione strutturale" del mercato del lavoro in alcune aree, vi sono state meno segnalazioni di carenza di manodopera di quanto non sia avvenuto per molto tempo, il che ha facilitato le assunzioni nei settori in crescita.

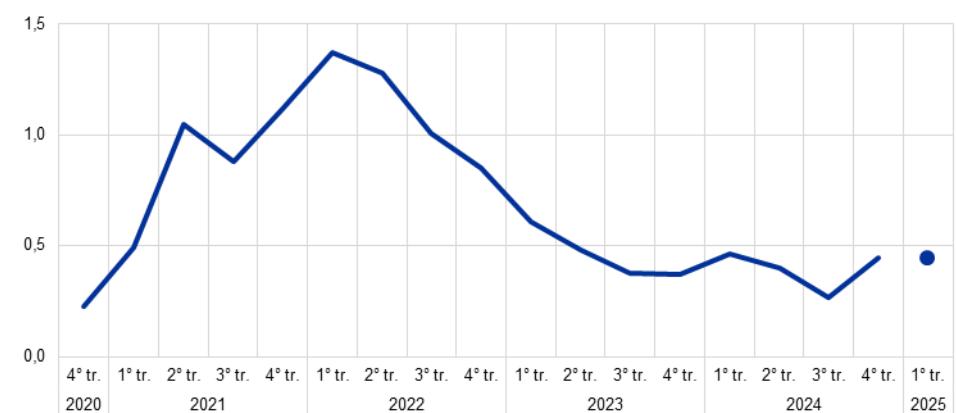
**Le società contattate hanno segnalato una crescita moderata dei prezzi, con un lieve rialzo, in media, soprattutto nel settore dei servizi (cfr. i grafici A e C).** I prezzi del settore manifatturiero sono risultati piuttosto stabili nel complesso. Sono stati segnalati prezzi in moderato aumento nel settore dei beni di investimento (poiché le imprese hanno cercato di trasferire l'aumento dei costi), stabili nel settore dei beni di consumo e in calo per i beni intermedi (riflettendo sia la debolezza della

domanda sia la diminuzione dei prezzi di molte materie prime). Nel settore delle costruzioni, i prezzi della maggior parte dei materiali da costruzione sono diminuiti, nonostante l'aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica e la transizione verso un più costoso cemento a minore intensità di carbonio abbiano esercitato pressioni al rialzo sui prezzi medi del cemento. I prezzi dei servizi sono aumentati a ritmi più sostenuti. Ciò ha rispecchiato in larga misura l'aumento della componente di lavoro di molti servizi alle imprese e ai consumatori, nonché il perdurare della disponibilità dei clienti ad accettare prezzi più elevati tra cui, in particolare, quelli dei servizi legati al turismo. Gli esercenti al dettaglio hanno segnalato per lo più una stabilità o un moderato aumento dei prezzi in presenza di costi crescenti, ma anche un contesto concorrenziale in cui la clientela è sensibile ai prezzi. Le società contattate hanno inoltre segnalato un rialzo dei prezzi dell'energia e dei trasporti. I primi sono stati influenzati principalmente dall'aumento dei prezzi del gas, dato il calo dei livelli di stoccaggio. I secondi hanno riflesso in parte i maggiori costi di regolamentazione e in parte l'aumento dei costi del trasporto marittimo, dovuto al perdurare di un'offerta limitata e alla forte domanda degli ultimi mesi<sup>2</sup>.

#### Grafico C

#### Indicazioni sull'andamento e le prospettive dei prezzi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

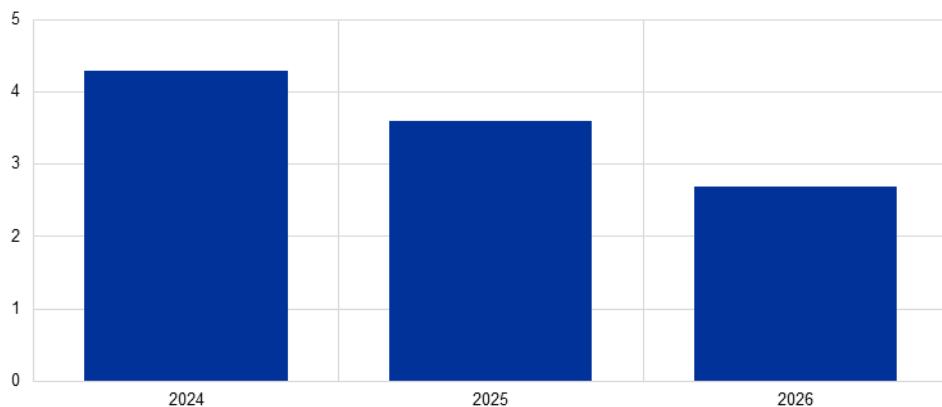
**Le società contattate hanno continuato ad attendersi una graduale moderazione della crescita salariale (cfr. il grafico D).** Sulla base della media semplice delle indicazioni quantitative fornite, le società contattate hanno valutato la crescita salariale in rallentamento, dal 4,3 per cento nel 2024 al 3,6 nel 2025, sostanzialmente invariata rispetto alla precedente edizione dell'indagine. Inoltre, coloro che hanno fornito indicazioni quantitative per il 2026 (pur essendo un numero limitato) si attendono, in media, un ulteriore rallentamento della crescita salariale (al 2,7 per cento).

<sup>2</sup> L'offerta di trasporto marittimo è stata limitata dal reindirizzamento di gran parte dei trasporti fuori dal Mar Rosso; nel contempo, alcune attività di trasporto marittimo sono state anticipate in vista del Capodanno cinese, che ha avuto luogo prima del solito, per timori di scioperi dei lavoratori portuali sulla costa orientale degli Stati Uniti e di potenziali dazi sulle importazioni negli Stati Uniti.

#### Grafico D

#### Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel proprio settore nel 2024 e media delle loro aspettative per il 2025 e il 2026. Le medie per il 2024, il 2025 e il 2026 si basano sulle indicazioni fornite rispettivamente da 73, 75 e 21 partecipanti.

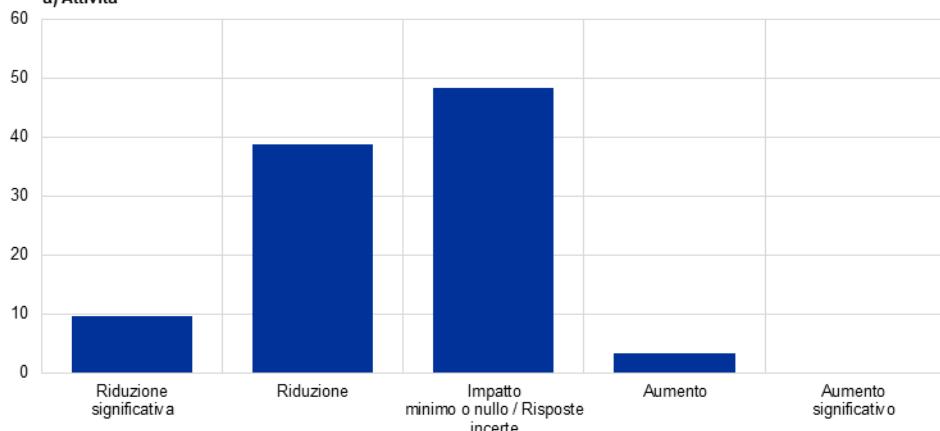
**In questa edizione dell'indagine è stato chiesto alle società contattate quali fossero le attese circa l'impatto su attività e prezzi nel loro settore nell'area dell'euro qualora l'amministrazione statunitense entrante dovesse aumentare i dazi nella massima misura suggerita.** Circa la metà delle imprese manifatturiere ha dichiarato che la loro attività nell'area dell'euro ne risentirebbe (cfr. il pannello a del grafico E). Molte hanno tuttavia affermato che l'impatto sarebbe attenuato da modelli di produzione che prevedono già in larga misura di produrre direttamente nei paesi in cui i beni vengono venduti ("local for local"). Alcune hanno affermato di aver esportato solo i prodotti più sofisticati dall'area dell'euro verso gli Stati Uniti. Per tali prodotti, la concorrenza negli Stati Uniti è stata spesso scarsa o nulla e il costo dei dazi verrebbe trasmesso ai prezzi negli Stati Uniti. La preoccupazione principale di molte società, per quanto concerne la loro attività nell'area dell'euro, consiste nella potenziale deviazione del traffico commerciale, soprattutto se gli Stati Uniti aumentassero in misura sproporzionata i dazi sui beni provenienti dalla Cina. Vista l'assenza di misure protettive dell'UE, ciò ha indotto un maggior numero di società contattate ad attendersi un effetto negativo, invece che uno positivo, sui prezzi nel proprio settore nell'area dell'euro (cfr. il pannello b del grafico E). In caso di misure di protezione e ritorsioni che determinino una guerra dei dazi più generalizzata, vi sono maggiori probabilità che costi e prezzi aumentino.

### Grafico E

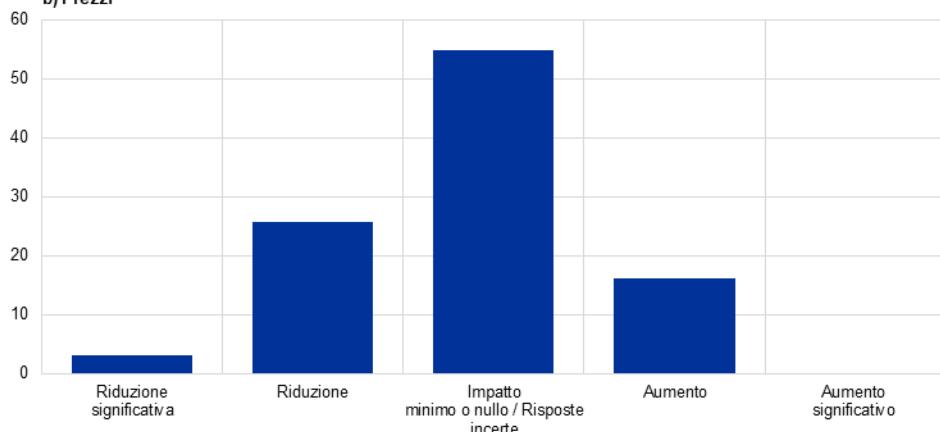
Impatto atteso di un aumento dei dazi statunitensi sulle imprese manifatturiere nell'area dell'euro

(percentuale degli intervistati da imprese manifatturiere)

a) Attività



b) Prezzi



Fonte: BCE.

## Modifiche al sistema delle garanzie dell'Eurosistema volte a promuovere una maggiore armonizzazione

a cura di Ioana Alexopoulou, Calogero Brancatelli, Diana Gomes, Daniel Gybas e Stephan Sauer

**Il sistema delle garanzie per le operazioni di credito dell'Eurosistema è un elemento fondamentale del quadro di attuazione della politica monetaria della BCE.** Le operazioni di credito hanno sempre svolto un ruolo centrale nel soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche e nel guidare l'orientamento della politica monetaria, e la BCE ha l'obbligo statutario di erogare prestiti alle banche e alle altre controparti solo a fronte di adeguate garanzie<sup>1</sup>.

**A partire dalla crisi finanziaria mondiale l'Eurosistema ha mantenuto in funzione un sistema di garanzie ordinario, che è permanente, e un sistema temporaneo, che comprende misure di ampliamento della disponibilità di garanzie adottate in periodi di crisi<sup>2</sup>.** Il sistema ordinario stabilisce criteri di idoneità pienamente armonizzati in tutto l'Eurosistema. Quello temporaneo include attività che non soddisfano i criteri di idoneità del quadro ordinario e che sono state introdotte per far fronte all'accresciuto fabbisogno di garanzie delle controparti in periodi di acute tensioni finanziarie. Alcune di queste attività, ad esempio, i crediti aggiuntivi (additional credit claims, ACC) e gli strumenti di debito negoziabili che beneficiano di una deroga al requisito minimo di qualità creditizia, sono state accettate in garanzia nello schema temporaneo in modo non pienamente armonizzato, a discrezione delle banche centrali nazionali (BCN) e previa approvazione del Consiglio direttivo della BCE. Entrambi i sistemi di garanzie si sono evoluti nel tempo nel quadro della risposta dell'Eurosistema agli andamenti dell'economia e dei mercati finanziari.

**Alcune delle modifiche più significative ai sistemi delle garanzie sono state rivolte al sostegno di un'ampia partecipazione alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) e alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT).** In attuazione del sistema di riferimento temporaneo, la BCE ha accettato gli ACC dal dicembre 2011 nell'ambito delle varie misure volte a sostenere il credito bancario e l'attività del mercato monetario, non da ultimo le prime ORLT a tre anni della BCE (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>. Gli ACC sono stati inizialmente accettati da circa un terzo delle BCN dell'area dell'euro, ma quasi tutte hanno iniziato ad ammettere tali crediti dopo l'annuncio, ad aprile 2020, dell'introduzione di misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie in

<sup>1</sup> Cfr. l'articolo 18.1 dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea.

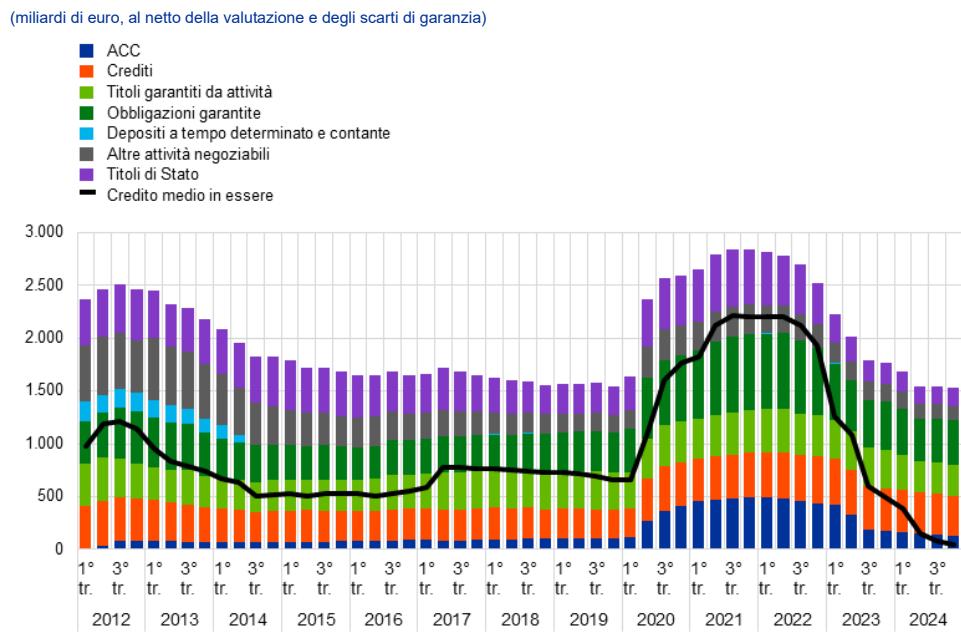
<sup>2</sup> Il sistema ordinario è disciplinato dall'[Indirizzo \(UE\) 2015/510 della Banca centrale europea, del 19 dicembre 2014, sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema \(Indirizzo sulle caratteristiche generali\) \(BCE/2014/60\) \(rifusione\)](#) (GU L 91 del 2.4.2015, pag. 3). Quello temporaneo è disciplinato dall'[Indirizzo della Banca centrale europea, del 9 luglio 2014, relativo a misure temporanee supplementari sulle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema e sull'idoneità delle garanzie, e che modifica l'indirizzo BCE/2007/9 \(BCE/2014/31\) \(2014/528/UE\)](#) (GU L 240 del 13.8.2014, pag. 28).

<sup>3</sup> Per una descrizione degli schemi delle BCN relativi agli ACC a quel tempo in uso, cfr. Tamura, K. e Tabakis, E., ["The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations", Occasional Paper Series](#), n. 148, BCE, giugno 2013.

risposta alla pandemia e a sostegno del significativo ricorso alla terza serie delle OMRLT<sup>4</sup>. Gli ampliamenti alla disponibilità di attività idonee sono stati generalmente accompagnati dall'elaborazione di adeguate misure di controllo del rischio<sup>5</sup>. A marzo 2022 la BCE ha iniziato a revocare gradualmente le misure di allentamento dei requisiti sulle garanzie introdotte a seguito della pandemia<sup>6</sup>.

### Grafico A

#### Contributo dei crediti aggiuntivi (ACC) alle garanzie mobilitizzate



Fonte: BCE.

Note: utilizzo di garanzie: medie dei dati di fine mese per ciascun periodo riportato. Credito medio in essere: valore totale che copre tutte le operazioni di credito dell'Eurosistema, calcolato sulla base di dati giornalieri. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024.

**Il 29 novembre 2024 il Consiglio direttivo ha compiuto ulteriori passi verso la graduale dismissione del quadro di riferimento temporaneo, con l'obiettivo di rendere il sistema delle garanzie dell'Eurosistema più armonizzato, flessibile ed efficiente sotto il profilo del rischio<sup>7</sup>.** In linea con l'esito della recente revisione dell'assetto operativo e al fine di mantenere un ampio sistema di garanzie, il Consiglio direttivo ha approvato una serie di misure che consentiranno il ripristino di un elenco armonizzato di garanzie a disposizione di tutte le controparti, indipendentemente dalla loro ubicazione nell'area dell'euro<sup>8</sup>. Tali decisioni sono conformi ai principi sottesi all'assetto operativo per l'attuazione della politica

<sup>4</sup> Gli ACC sono stati accettati in Belgio, Germania, Estonia, Irlanda, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta, Austria, Portogallo, Slovenia, Slovacchia e Finlandia.

<sup>5</sup> Ad esempio, l'Eurosistema applica scarti di garanzia più elevati alle attività di qualità creditizia inferiore.

<sup>6</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB announces timeline to gradually phase out temporary pandemic collateral easing measures* del 24 marzo 2022; e le "Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE (in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse)", BCE, 15 dicembre 2023.

<sup>7</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *ECB announces changes to the Eurosystem collateral framework to foster greater harmonisation* del 29 novembre 2024.

<sup>8</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE *Modifiche all'assetto operativo per l'attuazione della politica monetaria* del 13 marzo 2024.

monetaria e assicureranno pertanto che il sistema delle garanzie continui a essere adeguato nella fase di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema<sup>9</sup>.

**Per assicurare un sistema di garanzie ampio e flessibile, alcune tipologie di attività “temporanee” saranno integrate nello schema ordinario delle garanzie.**

Le seguenti due tipologie di attività, già accettate in tutto l'Eurosistema nell'ambito dello schema di riferimento temporaneo, saranno integrate nello schema ordinario: a) titoli garantiti da attività con un secondo migliore rating di qualità creditizia pari al livello 3 nella scala di rating armonizzata dell'Eurosistema (rating pari a BBB-) che soddisfino i criteri di idoneità attualmente previsti nello schema temporaneo delle garanzie<sup>10</sup>; e b) alcune attività negoziabili denominate in dollari statunitensi, sterline britanniche o yen giapponesi<sup>11</sup>. Inoltre, con l'accettazione nello schema ordinario dei sistemi statistici di valutazione della qualità creditizia sviluppati internamente dalle BCN (statistical in-house credit assessment systems, S-ICAS), sarà attuata una diversificazione delle fonti di valutazione del merito creditizio accettate dall'Eurosistema per i crediti. Tali sistemi valutano il merito di credito delle società non finanziarie utilizzando un approccio quantitativo e si attengono a uno schema armonizzato<sup>12</sup>. La maggior parte degli S-ICAS è stata inizialmente introdotta in risposta alla pandemia di COVID-19 per contribuire a diversificare il novero delle garanzie idonee, concentrandosi in particolare sugli enti non finanziari di piccole e medie dimensioni debitori degli ACC. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di avviare ulteriori lavori preparatori sulla futura integrazione nello schema ordinario dei portafogli di prestiti erogati a società non finanziarie. Tale lavoro comprenderà lo sviluppo di un adeguato schema di controllo dei rischi e la definizione di tutti i requisiti tecnici necessari.

**Per ridurre la complessità e l'eterogeneità del sistema delle garanzie dell'Eurosistema, e successivamente alla scadenza di tutte le OMRLT, altre tipologie di attività ammesse in via temporanea saranno gradualmente eliminate.** Si tratta di: a) prestiti a persone fisiche e portafogli di crediti garantiti da attività immobiliari; b) prestiti conferiti individualmente con qualità creditizia al di sotto del livello 3, equivalente a un rating inferiore a investment grade; e c) prestiti denominati in dollari statunitensi, sterline britanniche o yen giapponesi. Inoltre, i requisiti tecnici relativi a queste tipologie di attività, come gli approcci per la valutazione della qualità creditizia specifici di ciascun paese, saranno revocati.

**Un ulteriore passo verso la semplificazione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema è stato compiuto con la revoca dell'idoneità di due specifiche tipologie di attività nell'ambito dello schema ordinario.** Si tratta degli strumenti di debito garantiti da mutui residenziali (retail mortgage-backed instruments, RMBD) e

<sup>9</sup> I principi che guidano l'attuazione della politica monetaria sono l'efficacia, la robustezza, la flessibilità, l'efficienza, l'economia di mercato aperta e gli obiettivi secondari.

<sup>10</sup> Per maggiori informazioni sulla scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, cfr. “[Eurosystem credit assessment framework \(ECAF\)](#)” sul sito Internet della BCE.

<sup>11</sup> Le attività negoziabili idonee denominate in valuta estera devono essere emesse da emittenti residenti nell'area dell'euro, detenute/regolate all'interno dello Spazio economico europeo (SEE) e soddisfare tutti gli altri requisiti ordinari di idoneità.

<sup>12</sup> Il 19 dicembre 2024 il Consiglio direttivo ha approvato il quadro di riferimento armonizzato per gli S-ICAS, condizione necessaria per l'accettazione degli stessi nell'ambito dello schema ordinario delle garanzie. Cfr. le “[Decisioni assunte dal Consiglio direttivo della BCE \(in aggiunta a quelle che fissano i tassi di interesse\) – gennaio 2025](#)”, BCE, 31 gennaio 2025.

degli strumenti di debito non negoziabili garantiti da crediti idonei (non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims, DECC). La loro esclusione è dovuta al limitato utilizzo storico e al basso livello di domanda rispetto a modalità alternative di mobilizzazione delle attività sottostanti, e consente un'ulteriore semplificazione del sistema delle garanzie dell'Eurosistema.

**Con queste modifiche, il sistema delle garanzie dell'Eurosistema continuerà a contribuire a un'attuazione efficace, robusta, flessibile ed efficiente della politica monetaria della BCE.** Le modifiche saranno attuate con il prossimo aggiornamento periodico del quadro giuridico, ma non prima del quarto trimestre del 2025. In vista dell'imminente lavoro preparatorio per l'integrazione dei portafogli di crediti nello schema ordinario, l'ammissibilità dei portafogli di prestiti erogati a società non finanziarie, attualmente accettati nell'ambito dello schema temporaneo, sarà mantenuta almeno fino alla fine del 2026. Lo stesso vale per i crediti che beneficiano di una parziale garanzia pubblica connessa alla pandemia, che entro tale data saranno in gran parte scaduti e che finiranno per essere gradualmente esclusi. In ogni caso, il Consiglio direttivo manterrà un ampio sistema di garanzie per agevolare l'utilizzo delle operazioni di credito dell'Eurosistema eseguite dalle controparti.

## Dalle conferenze stampa ai discorsi: l'impatto della comunicazione di politica monetaria della BCE

a cura di Yıldız Akkaya, Lea Bitter, Adriana Grasso e Brian Amorim Cabaco

**La comunicazione di politica monetaria è importante per gestire le aspettative e accrescere l'efficacia della stessa politica monetaria nel perseguitamento della stabilità dei prezzi.** Il mezzo principale attraverso cui sono divulgate le decisioni di politica monetaria è rappresentato dalle dichiarazioni e dagli annunci formulati dopo le riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, che si tengono di consueto ogni sei settimane. Tuttavia, anche ulteriori forme di comunicazione nell'intervallo tra le riunioni, come i discorsi, le interviste e il resoconto dell'ultima riunione, svolgono un ruolo significativo nella formazione delle aspettative di politica monetaria.

**Il mutare delle aspettative per effetto della comunicazione può essere valutato misurando le variazioni ad alta frequenza dei prezzi delle attività che si verificano in prossimità degli eventi di politica monetaria.** Tracciando un quadro più completo della direzione e delle intenzioni della politica condotta dalla BCE, il monitoraggio dell'impatto della comunicazione tra le riunioni di politica monetaria aiuta a comprendere meglio le variazioni delle aspettative<sup>1</sup>.

**L'analisi della comunicazione di politica monetaria della BCE attraverso diversi canali offre una visione più approfondita della loro efficacia nella formazione delle aspettative.** Per analizzare l'impatto della comunicazione della BCE sul mercato, il campione di eventi di politica monetaria (comunicati e conferenze stampa) considerati in Altavilla et al. (2019) è stato ampliato includendo gli eventi di comunicazione intercorrenti tra le riunioni del Consiglio direttivo, come i discorsi di rilievo inerenti alla conduzione della politica monetaria tenuti dal o dalla Presidente della BCE<sup>2</sup>. Un'altra fonte di informazioni proviene dai titoli delle notizie di Bloomberg relative alla BCE e alla politica monetaria che sono contrassegnate come di massima rilevanza dagli utenti. Sono inoltre inclusi la pubblicazione dei resoconti delle riunioni di politica monetaria, che documentano le discussioni del Consiglio direttivo nel corso delle riunioni stesse, e il Bollettino economico, che spiega le motivazioni alla base delle decisioni di politica monetaria alla luce delle condizioni economiche e finanziarie correnti. Il campione parte dal 1999 e comprende gli eventi fino a ottobre 2023. Il numero di eventi di comunicazione oscilla nel tempo, risentendo delle modifiche apportate alle convenzioni istituzionali, come il numero annuo di riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo. In particolare, il numero di eventi di comunicazione documentati è aumentato in periodi chiave quali la crisi finanziaria mondiale (2008-2009), la crisi del debito sovrano in Europa (2010-2012),

<sup>1</sup> Per gli Stati Uniti, Bauer, M.D. e Swanson, E.T., *An alternative explanation for the 'Fed information effect'*, *American Economic Review*, vol. 113, n. 3, marzo 2023, mostrano che gli operatori di mercato ricavano informazioni rilevanti sull'orientamento della politica monetaria dai discorsi. Inoltre, secondo Swanson, E.T., *The importance of Fed Chair speeches as a monetary policy tool*, *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, maggio 2023, gli interventi pubblici pronunciati dal o dalla Presidente della Federal Reserve sono associati a variazioni dei rendimenti dei titoli del Tesoro di entità comparabile a quelle osservate per le riunioni del Federal Open Market Committee.

<sup>2</sup> Per discorsi di rilievo si intendono quelli ripresi dalle agenzie di informazione economica.

la pandemia di COVID-19 (2020-2021) e i successivi forti rialzi dell'inflazione (2021-2022)<sup>3</sup>.

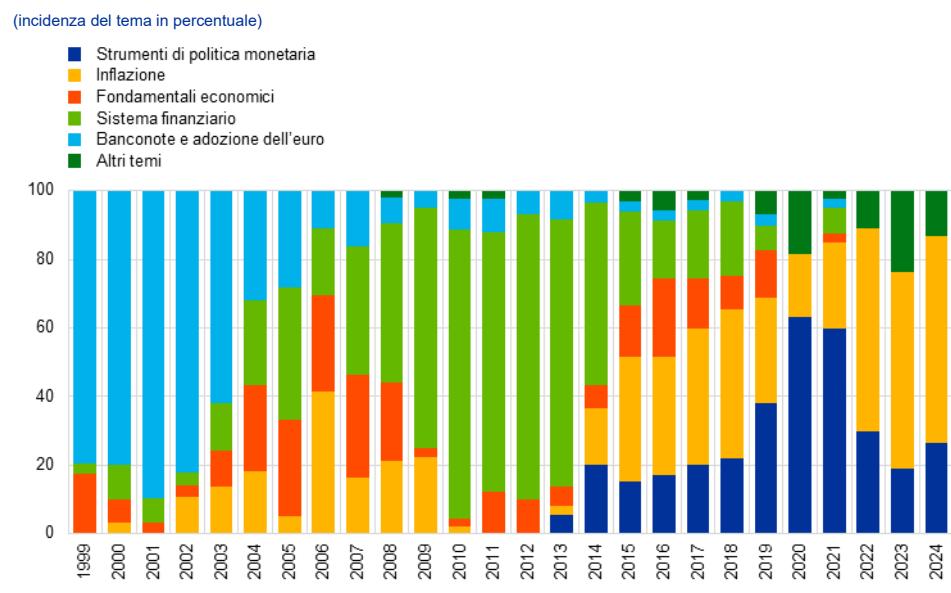
**L'evoluzione dell'attività di comunicazione della BCE evidenzia il variare dell'importanza relativa dei temi in risposta al mutare delle condizioni economiche e finanziarie e dei contesti di policy.** Un modello probabilistico filtra sei temi distinti nei diversi tipi di comunicazione della BCE. Ciascun tema è caratterizzato sulla base di un elenco di parole chiave che hanno un'elevata probabilità di essere associate a quel particolare argomento, garantendo così una netta distinzione tra quelli individuati dal modello. Questo approccio consente di monitorare il mutare dei temi nel corso del tempo. Il grafico A mostra significativi cambiamenti nell'incidenza degli argomenti affrontati nella comunicazione della BCE. Nelle prime fasi essa si è incentrata sulla creazione dell'euro, sulla sua introduzione e sull'assetto istituzionale della BCE; la trattazione del tema "Banconote e adozione dell'euro" si è ridotta dopo gli anni 2000. Prima della crisi finanziaria mondiale, tra gli argomenti ricorrenti figuravano l'andamento dei prezzi ("Inflazione"), i "Fondamentali economici" e i mercati finanziari ("Sistema finanziario"). Tra la fine degli anni 2000 e gli inizi degli anni 2010 l'attenzione si è spostata sulle tensioni nei mercati finanziari, sulla vigilanza bancaria, sulla crisi finanziaria e sulla successiva crisi del debito sovrano (tutti argomenti ricompresi nel tema "Sistema finanziario"). L'incidenza del tema "Strumenti di politica monetaria" è aumentata tra la metà degli anni 2010 e il 2021, quando i tassi di interesse di riferimento erano prossimi al limite inferiore e sono state adottate misure non convenzionali. I forti rialzi dei prezzi dopo la pandemia, iniziati nel 2021, hanno poi determinato una ripresa del tema dell'inflazione nella comunicazione. Infine, a partire dal 2020, è aumentata l'incidenza di nuovi temi di rilevanza meno diretta per le decisioni di politica monetaria, quali i cambiamenti climatici, la transizione energetica, la digitalizzazione e la parità di genere (tutti classificati alla voce "Altri temi" nella base dati).

---

<sup>3</sup> Istrefi, K., Odendahl, F. e Sestieri, G., "ECB communication and its impact on financial markets", *Working Paper Series*, n. 859, *Banque de France*, gennaio 2022, esaminano anche l'influenza della comunicazione della BCE sulle reazioni dei mercati finanziari, confermando l'importanza del suo monitoraggio nel periodo tra le riunioni.

## Grafico A

### Evoluzione dei temi affrontati nella comunicazione della BCE



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i canali di comunicazione considerati nel grafico includono le conferenze stampa successive alle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo, i relativi comunicati stampa, i resoconti delle riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo e i discorsi del o della Presidente della BCE. Sono esclusi il Bollettino mensile e il Bollettino economico, in quanto il primo è disponibile solo in formato PDF e ciò lo rende inadatto al filtraggio dei dati tematici. L'ultima osservazione si riferisce a giugno 2024.

**L'impatto dei diversi eventi di comunicazione della BCE varia in misura significativa: la comunicazione immediatamente successiva alle riunioni di politica monetaria e quella che ha luogo tra le riunioni contribuiscono in modo diverso ai movimenti del mercato.** Alle riunioni del Consiglio direttivo sono associate le maggiori variazioni dei rendimenti privi di rischio e dei rendimenti dei titoli di Stato, mentre l'impatto medio della comunicazione che intercorre tra queste riunioni è di gran lunga più contenuto (cfr. la tavola). Dato l'elevato numero di discorsi tenuti dal o dalla Presidente della BCE, la variazione assoluta media per intervento è inferiore a quella relativa alle dichiarazioni e agli annunci, meno frequenti, successivi alle riunioni del Consiglio direttivo. Nel periodo campione, tuttavia, l'effetto cumulato delle frequenti occasioni di comunicazione tra una riunione di politica monetaria e l'altra raggiunge un livello comparabile all'impatto sul mercato delle riunioni del Consiglio direttivo. Gli interventi pronunciati dal o dalla Presidente della BCE, in particolare, determinano significative variazioni cumulate dei rendimenti, la cui entità è analoga a quelle derivanti dai comunicati e dalle conferenze stampa di politica monetaria considerati congiuntamente. Per contro, l'impatto cumulato che i resoconti delle riunioni di politica monetaria e i titoli di Bloomberg esercitano sui rendimenti è molto più contenuto.

## Tavola

Variazioni ad alta frequenza assolute cumulate dei rendimenti privi di rischio e dei rendimenti dei titoli di Stato per tipo di evento

(punti base)

Tipo di evento	OIS a 1 mese	OIS a 2 anni	OIS a 10 anni	Titoli di Stato a 10 anni Germania	Titoli di Stato a 10 anni Italia
Comunicato stampa di politica monetaria	80,6 (0,4)	282,3 (1,4)	296,4 (1,4)	304,6 (1,5)	387,4 (1,9)
Conferenza stampa del Consiglio direttivo	66,5 (0,3)	242,2 (1,2)	311,5 (1,5)	344,9 (1,7)	430,8 (2,1)
Resoconto di politica monetaria	11,8 (0,2)	42,1 (0,6)	63,6 (0,9)	65,2 (0,9)	83,5 (1,2)
Bollettino mensile/economico	57,4 (0,3)	169,3 (0,8)	201,2 (1,0)	209,5 (1,0)	277,1 (1,4)
Discorsi del o della Presidente della BCE	155,0 (0,2)	473,5 (0,7)	538,9 (0,8)	556,2 (0,8)	716,3 (1,0)
Titoli di Bloomberg	26,8 (0,1)	105,1 (0,6)	105,5 (0,5)	97,9 (0,5)	111,8 (0,6)

Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: la tavola mostra le variazioni ad alta frequenza assolute cumulate (con le variazioni assolute medie tra parentesi) per un insieme di rendimenti privi di rischio e di rendimenti dei titoli di Stato per i diversi tipi di evento, calcolate utilizzando dati da gennaio 2004 a ottobre 2023. La finestra ad alta frequenza intorno ai diversi tipi di evento è la seguente: da -10 a +20 minuti dalla pubblicazione del comunicato stampa di politica monetaria; da -10 a +75 minuti dall'inizio della conferenza stampa del Consiglio direttivo; da -10 a +50 minuti dalla pubblicazione del resoconto della riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo; da -10 a +80 minuti dalla pubblicazione del Bollettino mensile/economico; da -10 a +60 minuti dalla pubblicazione di discorsi diversi dalle audizioni al Parlamento europeo; da -10 a +10 minuti dalla pubblicazione dei titoli di Bloomberg. L'acronimo "OIS" sta per overnight index swap.

**In linea con la letteratura, la distribuzione degli impatti sui rendimenti innescati dai comunicati e dalle conferenze stampa di politica monetaria presenta “code pesanti”<sup>4</sup>.** Le reazioni dei rendimenti agli annunci di politica monetaria sono in genere contenute, ma gli annunci significativi determinano notevoli reazioni dei prezzi delle attività, dando luogo a distribuzioni con code pesanti, come evidenzia il pannello a) del grafico B, in cui l'ampiezza di ciascun punto del diagramma a “violino” riflette la densità dei dati. La maggior parte dei valori si concentra intorno allo zero e le code leggere indicano risposte occasionali e più ampie. Le “code pesanti” sono una caratteristica ancora più pronunciata nelle distribuzioni dell'impatto della comunicazione tra le riunioni, a causa della reazione del mercato in generale più contenuta e del minor numero di eventi significativi, nonostante il verificarsi, tra una riunione e l'altra, di alcuni importanti eventi che hanno un impatto molto forte sul mercato nelle code della distribuzione<sup>5</sup>.

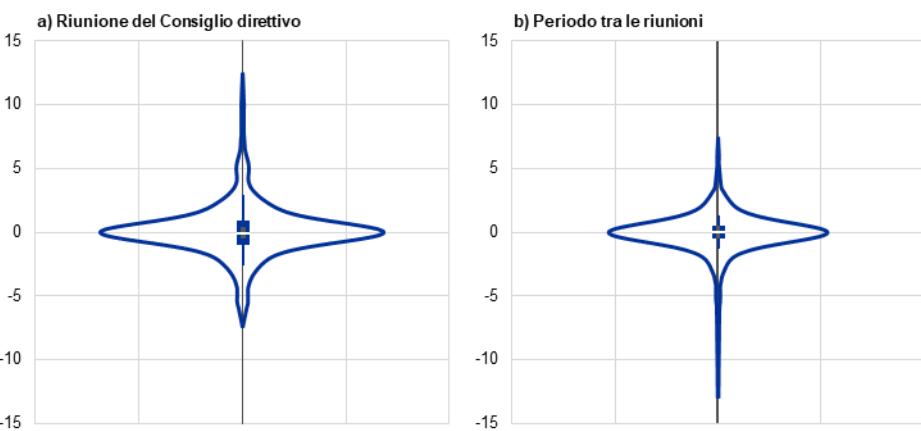
<sup>4</sup> Per gli Stati Uniti cfr., ad esempio, Jarociński, M., “[Estimating the Fed's unconventional policy shocks](#)”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, maggio 2024, e, per l'area dell'euro, Akkaya Y., Bitter, L., Brand, C. e Fonseca, L., “[A statistical approach to identifying ECB monetary policy](#)”, *Working Paper Series*, n. 2994, BCE, ottobre 2024.

<sup>5</sup> In uno storico intervento pronunciato in occasione della *Global Investment Conference* tenutasi a Londra nel luglio del 2012, Mario Draghi si impegnò, con un'espressione divenuta celebre, a fare “tutto il necessario” (“whatever it takes”) per preservare l'euro mentre nell'area si consolidava la crisi del debito sovrano, con conseguente brusco calo dei rendimenti dei titoli di Stato.

### Grafico B

Distribuzione delle variazioni ad alta frequenza nei diversi tipi di evento per i tassi OIS a due anni

(asse delle ascisse: densità; asse delle ordinate: punti base)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: il campione sottostante è relativo al periodo compreso tra gennaio 2004 e ottobre 2023. Il grafico a violino mostra le stime kernel di densità delle variazioni ad alta frequenza nei diversi tipi di evento per i tassi OIS (overnight index swap) a due anni, riflesse nella rappresentazione di mediana, 25° percentile e 75° percentile, mostrata in un box plot.

**Sia la comunicazione che accompagna le riunioni del Consiglio direttivo sia quella che ha luogo nel periodo intercorrente tra tali riunioni è fondamentale per trasmettere e definire efficacemente la politica monetaria della BCE.**

La comunicazione svolge un ruolo cruciale nell'orientare i risultati della politica monetaria. Se le conferenze stampa successive alle riunioni del Consiglio direttivo costituiscono il canale principale per l'annuncio delle decisioni di politica monetaria, la comunicazione che intercorre tra queste riunioni è altrettanto importante per seguire l'evoluzione del dibattito in materia. Sebbene l'impatto della comunicazione tra una riunione e l'altra tenda a essere più contenuto rispetto a quello delle conferenze stampa, la sua frequenza dà luogo a un significativo effetto cumulato nel corso del tempo. La comunicazione tra le riunioni non solo spiega le decisioni di politica monetaria, garantendo responsabilità e trasparenza, ma plasma anche le relative aspettative.

## Stime del tasso naturale per l'area dell'euro: indicazioni, incertezze e lacune

a cura di Claus Brand, Noémie Lisack e Falk Mazelis

**Le stime del tasso di interesse naturale, o  $r^*$ , indicano andamenti di importanza fondamentale per la politica monetaria, ma vanno considerate con cautela.** Il tasso  $r^*$  è definito come il tasso di interesse reale che non è né espansivo né restrittivo. Le misure di  $r^*$  sono generalmente costruite come un valore di equilibrio verso il quale i tassi di interesse tendono a gravitare nel medio-lungo periodo, man mano che gli squilibri tra risparmio aggregato e investimento aggregato si riducono e le pressioni inflazionistiche o disinflazionistiche sviluppatesi in conseguenza di tali squilibri si estinguono. Queste misure forniscono inoltre informazioni riguardo al rischio che i tassi di interesse a breve termine arrivino a essere vincolati dal loro limite inferiore effettivo. Le misure disponibili di  $r^*$ , tuttavia, risentono di molteplici difficoltà di calcolo e di specificazione dei modelli, oltre a essere altamente incerte di riflesso, e in misura diversa, all'incertezza che caratterizza modelli, parametri, filtri e dati in tempo reale. Benché forniscono informazioni supplementari alle decisioni di politica monetaria e contribuiscono a comunicarne l'orientamento, le stime di  $r^*$  non possono essere considerate un indicatore meccanico della politica monetaria adeguata a un dato momento. Nella conduzione della politica monetaria le decisioni possono soltanto essere assunte sulla base di un'analisi approfondita dei dati e delle loro implicazioni macroeconomiche. Nell'area dell'euro, in particolare, gli elementi su cui si concentra tale valutazione sono tre: 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.

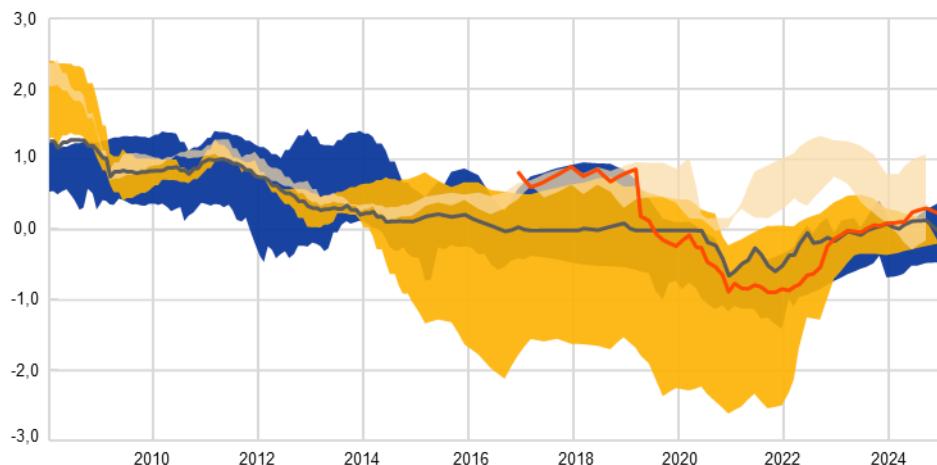
**Dagli intervalli delle stime puntuali ricavate da diversi modelli di  $r^*$  emerge un livello molto elevato di incertezza del modello.** L'incertezza del modello è la variabilità delle stime di  $r^*$  derivante dall'utilizzo di modelli differenti. Poiché  $r^*$  non è osservabile, per la sua stima gli economisti si avvalgono di una pluralità di modelli. Questi modelli possono incorporare diverse definizioni di tasso di riferimento, ad esempio lo strumento utilizzato dalla banca centrale per la conduzione della politica monetaria. Modelli diversi possono anche basarsi su determinanti alternative, come le misure della capacità produttiva inutilizzata o gli orizzonti temporali su cui l'inflazione infine si stabilizza. I modelli possono essere raggruppati per tipo di misura, ad esempio misure di equilibrio a lenta evoluzione e misure cicliche di stabilizzazione dell'inflazione. Le misure di  $r^*$  a lenta evoluzione sono ancorate alle tendenze economiche di lungo periodo, ma potrebbero non cogliere le oscillazioni a breve termine. Le misure cicliche di  $r^*$  riflettono le dinamiche di breve periodo e presentano proprietà di stabilizzazione dell'inflazione, ma possono essere sensibili agli shock temporanei e sono meno stabili. L'equilibrio tra questi trade-off è problematico.

## Grafico A

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

(valori percentuali in ragione d'anno)

- Misure basate sulla struttura per scadenza (intervallo)
- Misure semistretturali, al netto di quelle basate su HLW (intervallo)
- Misure semistretturali, basate su HLW (intervallo)
- Mediana (tutte le misure)
- Misure basate sulle indagini (mediana)



Fonti: elaborazioni della BCE, stime dell'Eurosistema, Federal Reserve Bank di New York e Consensus Economics.

Note: le stime riportate per le misure basate sulle indagini, per le misure basate sulla struttura per scadenza e per le misure semistretturali impiegano le stesse misure descritte nel riquadro 7 *Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento* <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2024/bol-eco-1-2024/boleco-BCE-1-2024.pdf%23page=71> nel numero 1/2024 di questo Bollettino. La stima basata sul modello dinamico stocastico di equilibrio generale (Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE) non è riportata nel grafico. Le misure basate su Holston, Laubach e Williams (HLW), che non garantiscono un differenziale stazionario dei tassi reali, sono riportate separatamente dalle altre misure semistretturali. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per Holston, Laubach e Williams (2023), per Grosse-Steffen, Lhuissier, Marx e Penalver (mimeo) e per Carvalho (2023); al quarto trimestre del 2024 per tutte le altre stime.

#### Il grafico A mostra un ampio intervallo di stime puntuali del tasso reale naturale.

Dopo un modesto aumento nel periodo successivo alla pandemia, l'intervallo aggiornato delle stime puntuali del tasso di interesse reale naturale per l'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato dalla fine del 2023 ed è in linea con le stime documentate nel [numero 1/2024](#) di questo Bollettino<sup>1</sup>. Si distinguono quattro categorie di misure. La mediana delle misure basate sulle indagini è indicata dalla linea rossa. L'area blu mostra le misure ricavate dai modelli della struttura per scadenza dei tassi di interesse. Le misure basate sui modelli semistretturali sono evidenziate dall'area giallo scuro. Infine, le tre stime ricavate dal modello di Holston, Laubach e Williams (HLW) sono riportate separatamente nell'area giallo chiaro.

<sup>1</sup> L'intervallo riportato nel grafico A è anche sostanzialmente in linea con l'insieme di stime pubblicate di recente dalla Banca dei regolamenti internazionali. Cfr. Benigno, G., Hofmann, B., Nuño, G., Sandri, D., "Quo vadis,  $r^*$ ? The natural rate of interest after the pandemic", *BIS Quarterly Review*, marzo 2024, pagg. 17-30.

Queste ultime misure non sono disponibili per il quarto trimestre del 2024<sup>2</sup>. Considerando solo le misure riportate nelle aree blu e giallo scuro che è stato possibile aggiornare fino agli ultimi giorni del 2024, le stime più recenti del valore di  $r^*$  reale si collocano in un intervallo compreso tra  $-1\frac{1}{2}$  e  $+1\frac{1}{2}$  per cento (cfr. gli intervalli blu e giallo scuro corrispondenti al quarto trimestre del 2024 nel grafico A)<sup>3</sup>. Il modo di tradurre tali misure nei rispettivi termini nominali è diverso per ciascuna misura. Alcuni modelli producono sia la versione reale sia quella nominale di  $r^*$ , mentre altri stimano una sola versione. Nel secondo caso il valore mancante deve essere calcolato sommando o sottraendo dalla stima del modello l'obiettivo di inflazione del 2 per cento a medio termine perseguito dalla BCE o le aspettative di inflazione a medio termine coerenti con il modello. Se si tiene conto delle tre stime ricavate dalle versioni del modello HLW, l'intervallo di valori di  $r^*$  reale è compreso tra  $-1\frac{1}{2}$  e 1 per cento e l'intervallo nominale corrispondente tra  $1\frac{1}{4}$  e 3 per cento<sup>4</sup>. Con riferimento alle sole misure incluse nelle aree blu e giallo scuro per le quali è disponibile un aggiornamento alla fine del 2024, le stime del valore di  $r^*$  nominale ricavate dall'intervallo più recente oscillano tra  $1\frac{1}{4}$  e  $2\frac{1}{4}$  per cento. Date le incertezze di stima evidenziate nel presente riquadro, tali intervalli dovrebbero essere considerati puramente indicativi.

**Le stime del tasso naturale sono caratterizzate da ulteriore incertezza in relazione ai parametri dei modelli.** In genere le stime puntuali presentano un risultato che dipende da un'unica stima dei parametri del modello, solitamente il valore “più probabile”. Tuttavia, i metodi econometrici utilizzati per stimare tali parametri generano tutto un insieme di stime alternative plausibili. Le tecniche di stima bayesiane, ad esempio, si concentrano sulle distribuzioni di probabilità dei parametri piuttosto che sulle loro stime puntuali. L'adozione di tale approccio consente l'uso di una distribuzione di valori per la stima di  $r^*$  di ciascun modello e ciò riflette l'incertezza statistica che caratterizza la stima dei parametri di quel modello. Se si considera un modello semistrutturale la cui stima puntuale è inclusa nell'intervallo riportato nel grafico A (il modello di Brand e Mazelis, 2019), è possibile

<sup>2</sup> Le stime basate su HLW sono riportate separatamente, nell'area giallo chiaro, anche a causa delle loro differenze metodologiche rispetto alle altre misure semistrutturali, mostrate nell'area giallo scuro. In particolare la famiglia dei modelli HLW (cfr. Holston et al., 2017) ipotizza una relazione retrospettiva tra il differenziale dei tassi di interesse reali, il sottoutilizzo della capacità produttiva e l'inflazione. Data l'inclusione di una curva di Phillips accelerata, la risultante stima di  $r^*$  stabilizza l'inflazione attorno a un livello di deriva (drift) casuale, ossia a un livello dell'inflazione non necessariamente prossimo all'obiettivo della banca centrale. Gli approcci basati su HLW non includono di norma un'equazione relativa ai tassi di interesse e pertanto non presentano alcun meccanismo atto a sostenere un differenziale stazionario dei tassi reali. Le risultanti stime di differenziali dei tassi reali persistentemente negativi nell'area dell'euro sono tuttavia difficili da conciliare con i ridotti livelli di inflazione osservati nel periodo tra la crisi finanziaria mondiale e la pandemia. Inoltre, il marcato appiattimento della curva di Phillips e della curva risparmio-investimento stimate amplifica l'incertezza del filtraggio, generando in tal modo una “imprecisione della stima” ove, come riconosciuto da Holston et al. (2017), “l'errore medio standard per  $r^*$  è molto ampio, ... e quindi  $r^*$  è a malapena individuato” (traduzione non ufficiale). Sui fondamenti teorici e sull'econometria di HLW, cfr. Laubach, T. e Williams, J.C., “[Measuring the Natural Rate of Interest](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, vol. 85, n. 4, novembre 2003, pagg. 1063-1070, e Holston, K., Laubach, T. e Williams, J.C., “[Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants](#)”, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 108, supplemento 1, maggio 2017, pagg. S59-S75.

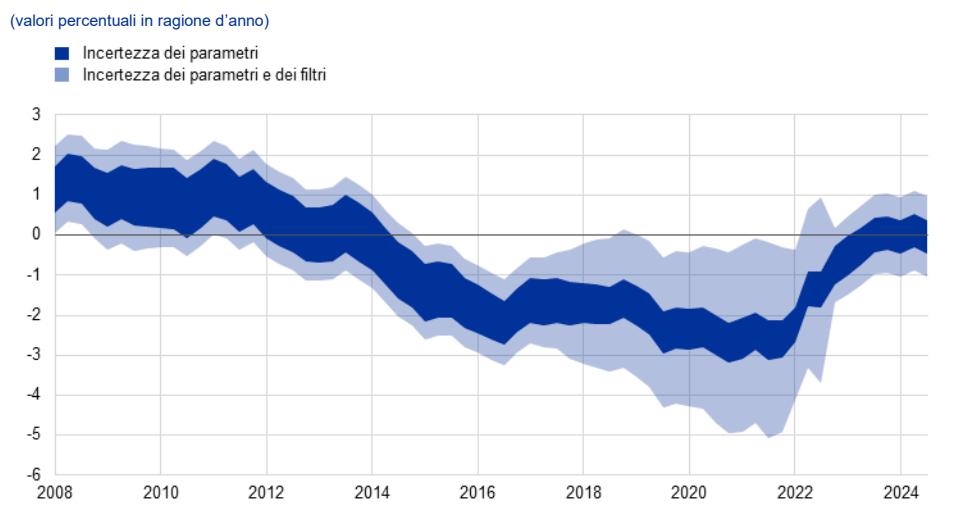
<sup>3</sup> I valori di  $r^*$  nominale ed  $r^*$  reale riportati nel presente riquadro sono arrotondati per eccesso ai 25 punti base più prossimi.

<sup>4</sup> A titolo di riferimento incrociato, la stima basata su HLW per l'area dell'euro nel terzo trimestre del 2024 pubblicata dalla Federal Reserve Bank di New York si collocava all'1,84 per cento in termini nominali. Per altre specificazioni di tipo HLW esaminate dall'Eurosistema, cfr. l'approccio illustrato da Carvalho, A., “[The euro area natural interest rate — Estimation and importance for monetary policy](#)”, *Banco de Portugal Economic Studies*, vol. IX, n. 3, luglio 2023.

osservare che l'incertezza dei parametri relativa a ciascuna delle stime puntuale di  $r^*$  può essere piuttosto ampia (cfr. l'intervallo blu del grafico B).

### Grafico B

#### Incertezza dei parametri e dei filtri relativa alle stime del tasso reale naturale nel modello di Brand e Mazelis



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: le stime sono basate su 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 (estendendo il modello per includere la volatilità stocastica dell'output gap, un tasso di interesse a lungo termine, gli effetti degli acquisti di attività e il limite inferiore effettivo). Si utilizzano il *RISE toolbox* per la stima dei parametri e il filtraggio di Kalman con cambiamento di regime, che consente l'estrazione di matrici di covarianza degli stati non osservati (cfr. Maih, J. "Efficient perturbation methods for solving regime-switching DSGE models", *Working Paper*, 01/2015, Norges Bank, 16 gennaio 2015). Le incertezze dei parametri e dei filtri sono indicate come intervalli di incertezza del 95 per cento, calcolati secondo i metodi di inferenza statistica con il filtro di Kalman descritti nel capitolo 13.7 di Hamilton, J.D., "Time Series Analysis", Princeton University Press, 1994. Poiché il calcolo diretto della stima della massima probabilità non è funzionale in questo contesto, si utilizza come approssimazione la moda della distribuzione a posteriori. L'incertezza dei filtri si basa sulla matrice di covarianza specifica di ciascun regime degli stati non osservati ricavata dal regime predominante nel modello, che prevede una bassa volatilità dell'output gap e un tasso di riferimento che segue la regola di Taylor. Considerare le covarianze specifiche di ciascun regime o le matrici congiunte di covarianza nei vari regimi accrescerebbe ulteriormente gli intervalli di incertezza.

**Un'ulteriore fonte di incertezza risiede nel fatto che  $r^*$  è una variabile non osservabile che deve essere desunta da dati osservabili, una difficoltà nota come filtraggio.** Non potendo essere osservato direttamente, è necessario dedurre  $r^*$  dai dati economici che è possibile misurare. Di conseguenza, l'ulteriore incertezza dei filtri è legata all'ottenimento di un segnale informativo dai dati. Come l'incertezza dei parametri, l'intervallo di incertezza dei filtri varia nel tempo. In termini cumulati, l'entità dell'incertezza congiunta di parametri e filtri può raggiungere diversi punti percentuali (cfr. l'intervallo più chiaro nel grafico B) anche per un singolo modello<sup>5</sup>.

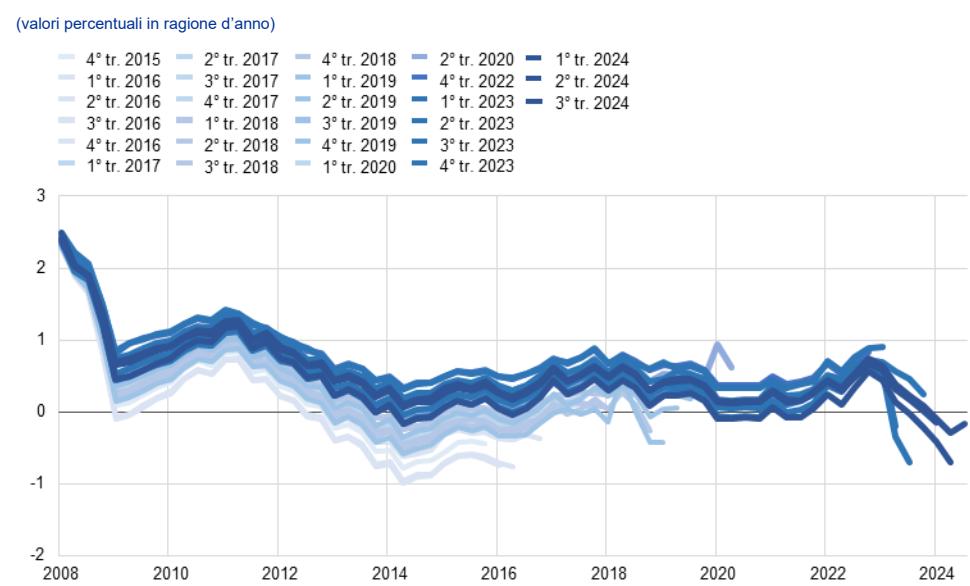
**Diversi campioni di dati e revisioni dei dati storici amplificano l'impatto dell'incertezza del filtro, determinando ampie variazioni ex post nelle stime puntuale in-sample di  $r^*$  e aggiungendo un ulteriore livello di incertezza. Le**

<sup>5</sup> L'ampia dispersione è in parte dovuta alla domanda aggregata e alle curve di Phillips relativamente piatte incorporate nei modelli semistrutturali utilizzati per la stima di  $r^*$  e non è specifica del modello di Brand e Mazelis. In confronto, le stime basate su HLW a partire dal terzo trimestre del 2024 indicate in precedenza mostrano un'ulteriore difficoltà di osservazione, determinando un intervallo cumulato di incertezza dei parametri e dei filtri maggiore nella misura di un ordine di grandezza. Data un'ampiezza degli intervalli di incertezza pari a +/-10 punti percentuali, non è chiaro se la stima basata su HLW sia mai diversa dal 0 per cento o da qualsiasi altro livello dei tassi di interesse osservato nell'intero periodo campione. Fiorentini et al. (2018) dimostrano che domanda aggregata e curve di Phillips piatte aumentano significativamente l'incertezza dei filtri. Cfr. Fiorentini, G., Galesi, A., Pérez-Quirós, G. e Sentana, E., "The rise and fall of the natural interest rate", *Working Papers*, n. 1822, Banco de España, 2018.

stime di  $r^*$  specifiche del modello possono variare significativamente quando si aggiungono osservazioni o si rivedono i dati storici<sup>6</sup>. Il grafico C illustra la dimensione notevole di tale sensibilità utilizzando l'approccio ampiamente citato di Holston, Laubach e Williams (2023). Nel corso del tempo, man mano che si rendono disponibili aggiornamenti, le revisioni alle stime elaborate in precedenza possono essere pari a 1 punto percentuale. Più di recente, le stime puntuale di fine campione hanno segnato variazioni di entità analoga da un trimestre al successivo.

### Grafico C

Serie storiche di stime puntuale del tasso di interesse reale naturale per l'area dell'euro ricavate dal modello di Holston, Laubach e Williams



Fonte: Federal Reserve Bank di New York

Note: cfr. 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. L'ultima stima, pubblicata per il terzo trimestre del 2024, è mostrata anche nella parte finale inferiore dell'intervallo giallo chiaro nel grafico A.

**Nonostante le incertezze, l'osservazione degli andamenti generali del tasso naturale nel corso del tempo fornisce indicazioni qualitative sulle tendenze di fondo dell'economia.** Malgrado le incertezze associate alla sua stima, le tendenze di  $r^*$  contengono informazioni sugli andamenti degli squilibri fra risparmio e investimento che potrebbero dar luogo a pressioni inflazionistiche o disinflazionistiche, nonché sulla misura in cui il tasso di interesse a breve termine potrebbe arrivare a essere vincolato dal limite inferiore. Ad esempio, le stime di  $r^*$  invariabilmente basse nel periodo 2015-2022 riportate nel grafico A, riflettono la persistente debolezza della domanda aggregata in quegli anni e le contenute pressioni inflazionistiche da questa generate. Mentre nel contesto post-pandemico le stime suggeriscono un certo aumento di  $r^*$ , le stime attuali continuano a collocarsi sensibilmente al di sotto di quelle precedenti la crisi finanziaria mondiale, indicando il

<sup>6</sup> Tutte le stime delle variabili non osservate risentono del problema delle revisioni dei dati e delle differenze nelle serie storiche di questi ultimi. Come sottolineato da Orphanides e van Norden (2002), le stime in tempo reale dell'output gap sono particolarmente inaffidabili a causa delle significative revisioni dei dati. Cfr. Orphanides, A. e van Norden, S., "The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, n. 4, novembre 2002, pagg. 569-583.

persistere dei rischi legati al limite inferiore in caso di shock disinflazionistici sufficientemente ampi.

**Le incertezze intrinseche e le lacune concettuali limitano l'utilità delle stime disponibili del tasso naturale nella conduzione della politica monetaria in tempo reale.** A causa dei molteplici tipi di incertezza e dell'enfasi posta sullo strumento dei tassi di interesse a breve termine (anziché sulle più ampie misure delle condizioni di finanziamento, che possono avere un impatto più vigoroso sulla spesa) l'utilità di  $r^*$  come indicatore a sostegno della calibrazione dell'orientamento di politica monetaria è assai limitata, rendendo difficile adottare il tasso come norma per la determinazione dei tassi nelle riunioni di politica monetaria. Molti modelli utilizzati non intendono  $r^*$  come fattore di stabilizzazione dell'inflazione in linea con l'obiettivo, ma come mero indicatore dei livelli verso cui gravitano i tassi di interesse nel più lungo periodo. In quanto funzione di shock storici, anche queste misure del tasso di interesse "di equilibrio" sono prevalentemente retrospettive. Al momento del previsto raggiungimento del livello di equilibrio, è possibile che l'economia sia già stata esposta a ulteriori shock, che potrebbero aver provocato uno spostamento del tasso di interesse di equilibrio e richiedere l'intervento della politica monetaria per la loro compensazione. Inoltre, il legame tra un  $r^*$  definito in termini di strumento di tasso di interesse a breve termine della politica monetaria e l'economia in generale può cambiare, dal momento che la trasmissione della politica monetaria dipende da un insieme più ampio di condizioni di finanziamento, inclusi il costo e la disponibilità del credito bancario e i prezzi in svariati mercati delle attività. Il legame tra lo strumento del tasso di interesse a breve termine e gli indicatori più ampi considerati dalla politica monetaria dipende dalle circostanze contingenti e, di norma, non è stabile. Per interpretare le stime di  $r^*$  è fondamentale tenere conto di queste lacune e incertezze concettuali.

# Articoli

## 1 Competitività europea: il ruolo delle istituzioni e le motivazioni per le riforme strutturali

a cura di Marinela-Daniela Filip, Daphne Momferatou e Susana Parraga Rodriguez

### 1 Introduzione

**La competitività è tornata in cima all’ordine del giorno dell’Europa.** Una crescita economica sostenibile e a lungo termine supporta la stabilità dei prezzi e offre ai responsabili delle politiche monetarie maggiore margine di manovra<sup>1</sup>. Sfide di lunga data quali la bassa crescita della produttività, la regolamentazione onerosa e le difficoltà demografiche sono state esacerbate da tensioni geopolitiche, frammentazione del commercio e prospettive di prezzi dei beni energetici persistentemente elevati. I recenti rapporti di Mario Draghi ed Enrico Letta hanno evidenziato queste sfide e la necessità di interventi urgenti e concreti che consentano all’Europa di recuperare e mantenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti globali<sup>2,3</sup>. La priorità della nuova Commissione europea è accelerare il ritmo delle riforme e degli investimenti, concentrandosi in particolare su innovazione, decarbonizzazione e autonomia strategica<sup>4</sup>.

**La competitività è un concetto complesso e sfaccettato che può essere definito in vari modi.** Sebbene esistano molteplici fattori che interagiscono con la competitività e la influenzano, l’unica strategia sostenibile a lungo termine per mantenerla su un livello elevato è rappresentata da una crescita robusta della produttività. In parole povere, ciò significa anche garantire che i cittadini godano di un elevato tenore di vita. Alla luce delle attuali tensioni geopolitiche, la competitività deve inoltre muoversi di pari passo con la resilienza, cioè la capacità di resistere agli shock e di adattarvisi. Riducendo le dipendenze strategiche dall’estero che creano incertezza e frenano gli investimenti, l’Europa può rafforzare sia la propria competitività che la propria sicurezza economica.

---

<sup>1</sup> Cfr. Filip, M. D., Momferatou, D. e Parraga-Rodriguez, S., “[Why a more competitive economy matters for monetary policy](#)”, *Il Blog della BCE*, BCE, 11 febbraio 2025.

<sup>2</sup> Cfr. Draghi, M., *The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe*, Commissione europea, settembre 2024; e Letta, E., *Much More Than a Market*, aprile 2024.

<sup>3</sup> A causa della disponibilità limitata di dati e della numerosità delle fonti, riconducibili a diversi sottogruppi di paesi dell’UE, unitamente al fatto che il dibattito sulla competitività non si limita all’area dell’euro, ai fini del presente articolo si utilizza il concetto di “Europa” per riferirsi in modo intercambiabile all’area dell’euro, all’Unione europea (UE) e a qualsiasi gruppo più ristretto di paesi appartenenti a essa.

<sup>4</sup> Numerose proposte avanzate nel rapporto Draghi sono state integrate negli orientamenti politici di Ursula Von der Leyen per la prossima Commissione europea 2024-2029, presentati al Parlamento europeo a luglio 2024, nelle lettere di missione inviate a settembre 2024 ai commissari designati e nella Bussola per la competitività dell’UE recentemente pubblicata.

**Il presente articolo si concentra sul ruolo che le istituzioni possono svolgere nel promuovere la crescita della produttività tramite gli investimenti, l'innovazione, la transizione verde e quella digitale, migliorando così la competitività dell'economia europea.** Fa seguito ai precedenti articoli di questo Bollettino incentrati sulla dimensione esterna e sulle potenziali implicazioni di shock energetici e investimenti delle imprese sulla competitività europea<sup>5</sup>. La crescita sostenibile e a lungo termine, la competitività e la resilienza economiche sono sorrette da un quadro istituzionale favorevole, integrato da infrastrutture fisiche di alta qualità. Conseguire una crescita economica sostenibile, mantenere un vantaggio competitivo e al contempo progredire nella transizione verde, dipende da fattori chiave quali la crescita della produttività, il dinamismo delle imprese (generalmente il tasso al quale le imprese entrano, crescono ed escono dal mercato), gli investimenti, l'innovazione e la diffusione delle tecnologie digitali. Anche il contesto macroeconomico e geopolitico, comprese la demografia e le relazioni commerciali, influenzano istituzioni e infrastrutture, delineando le opzioni e le priorità politiche più ampie.

**Il resto dell'articolo approfondisce il ruolo svolto dalle principali istituzioni nell'assicurare la competitività nell'attuale contesto macroeconomico e geopolitico.** La prossima sezione esamina brevemente le misure del divario di produttività in Europa rispetto alle altre economie principali, ricollegandolo a carenze nel dinamismo delle imprese, negli investimenti, nell'innovazione e nella diffusione di tecnologie digitali. La sezione 3 analizza nel dettaglio il ruolo che svolgono le istituzioni nel sostenere il quadro generale in cui operano, crescono e si innovano le imprese europee, evidenziando le aree che necessiterebbero di riforme. Il riquadro 1 fornisce un esame mirato delle reti e infrastrutture fisiche complementari. Infine, la sezione 4 si unisce all'appello per urgenti riforme strutturali e politiche concrete volte a rafforzare la competitività e la resilienza dell'Europa.

## 2 Crescita della produttività, dinamismo delle imprese, investimenti e innovazione

**Diversi studi mostrano come al centro delle sfide che l'Europa sta affrontando in termini di competitività ci sia la bassa crescita della produttività, ampiamente connessa agli sviluppi nel settore delle tecnologie dell'informazione e comunicazione (TIC).** Negli ultimi decenni si è assistito a un graduale rallentamento degli incrementi di produttività in molte economie avanzate<sup>6</sup>. La crescita più debole in Europa rispetto agli Stati Uniti è da ricondurre principalmente alla minore produttività e al minor peso economico dei settori ad alta intensità di TIC. Il pannello a) del grafico 1 mostra che, dopo aver recuperato terreno sugli Stati Uniti fino al 1995, il divario di produttività dell'area dell'euro ha iniziato ad ampliarsi. Tali differenze di produttività riflettono un minor contributo sia del capitale per lavoratore sia della produttività totale dei fattori (PTF) alla crescita del PIL per

<sup>5</sup> Cfr. l'articolo 1 *Sfide passate e future per la concorrenza esterna dell'area dell'euro* nel numero 6/2024 di questo Bollettino e l'articolo 1 *Shock energetici, investimenti delle imprese e potenziali implicazioni per la competitività futura dell'UE* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

<sup>6</sup> Cfr. Deutsche Bundesbank, "The slowdown in euro area productivity growth", *Monthly Report*, gennaio 2021.

ora lavorata<sup>7</sup>. Studiando le differenze a livello settoriale, è possibile capire se tale fenomeno si possa spiegare con effetti più contenuti della rivoluzione delle TIC in Europa rispetto agli Stati Uniti. Gordon e Sayed hanno analizzato tali sviluppi negli Stati Uniti e in una serie di paesi dell'UE utilizzando dati a livello di settore<sup>8</sup>. Per il periodo 1995-2005 hanno rilevato che, a differenza degli Stati Uniti, l'Europa ha registrato un rallentamento della crescita della produttività dovuto a diversi fattori, tra cui la scarsità di investimenti nelle TIC, l'incapacità di coglierne i benefici in termini di efficienza e le carenze di produttività in settori specifici, tra cui la produzione delle stesse TIC, i servizi finanziari e assicurativi, il commercio all'ingrosso e al dettaglio e l'agricoltura.

---

<sup>7</sup> Cfr. BCE, “[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)”, *Occasional paper series*, n. 268, riesame della strategia della BCE, dicembre 2021.

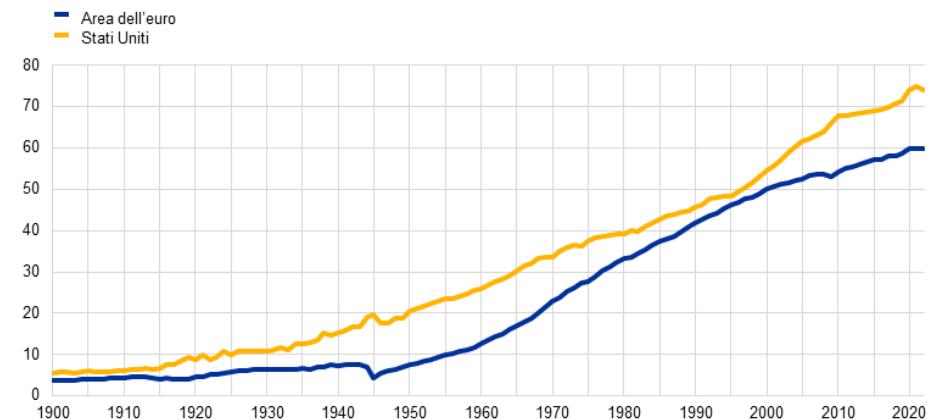
<sup>8</sup> Cfr. Gordon, R. e Sayed, H., “[Transatlantic technologies: The role of ICT in the evolution of U.S. and European productivity growth](#)”, *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 38, pagg. 50-80, primavera 2020.

## Grafico 1

### Produttività del lavoro e investimenti in termini reali per tipo di attività

#### a) Produttività del lavoro

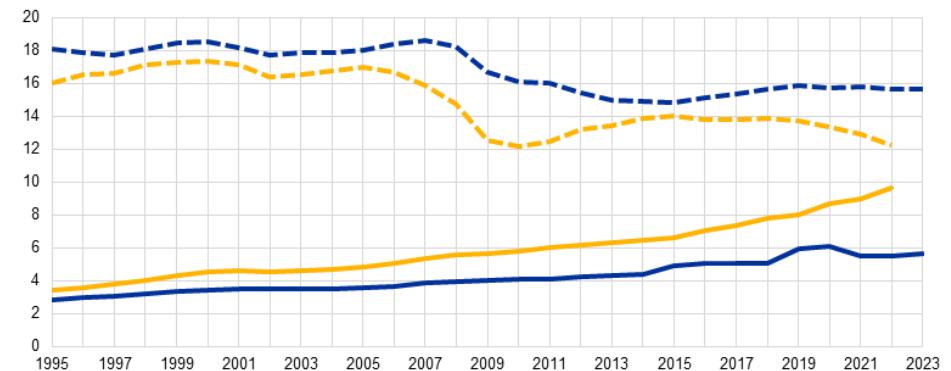
(dollari statunitensi, anno di riferimento 2010, parità di potere di acquisto per ore lavorate)



#### b) Investimenti in termini reali per tipo di attività

(percentuale del PIL in termini reali)

— Area dell'euro - prodotti di proprietà intellettuale e apparecchiature TIC  
— Area dell'euro - altri investimenti  
— Stati Uniti - prodotti di proprietà intellettuale e apparecchiature TIC  
— Stati Uniti - altri investimenti



Fonti: pannello a): Bergeaud, A., Cetete, G. e Lecat, R., "Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012", *The Review of Income and Wealth*, settembre 2016, banca dati sulla produttività a lungo termine ed elaborazioni della BCE; pannello b): OCSE ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) l'area dell'euro rappresenta l'aggregato di Germania, Spagna, Francia, Italia, Paesi bassi e Finlandia. Come spiegato nel documento, nel 2012 questi sei paesi rappresentavano complessivamente l'84 per cento del PIL dell'area dell'euro; nel pannello b) è illustrata la composizione degli investimenti fissi lordi in termini reali (prezzi 2015) per tipo di attività disponibili fino al 2023 per 20 paesi dell'area dell'euro e fino al 2022 per gli Stati Uniti. La voce "altri investimenti" include abitazioni, altri edifici e strutture, macchinari e attrezzature, sistemi di armamento (escluse le apparecchiature TIC).

#### Il dinamismo delle imprese è più debole in Europa rispetto agli Stati Uniti.

Sebbene il dinamismo delle imprese abbia subito un calo di lungo periodo in entrambi i contesti, negli Stati Uniti si è registrato un numero relativamente maggiore di nuove imprese e un minor numero di dichiarazioni di fallimento negli anni più recenti<sup>9</sup>. In Europa l'età media delle imprese alla frontiera, cioè quelle più avanzate tecnologicamente e più produttive all'interno di uno specifico settore produttivo, è aumentata notevolmente negli ultimi decenni. Nei primi anni 2000 le imprese alla frontiera nel settore manifatturiero avevano in media 14 anni, mentre quelle odierne

<sup>9</sup> Cfr. De Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. e Moore, D., "Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?", *FEDS Notes*, maggio 2024.

sono in media esistenti da oltre 20 anni<sup>10</sup>. La crescita della produttività del lavoro tende a diminuire con l'invecchiamento delle imprese, il che potrebbe indicare una mancanza di concorrenza e un basso tasso di ricambio alla frontiera della produttività in Europa. Sembra infatti esistere un nesso tra l'assenza di concorrenza da parte di nuove imprese innovative e la sopravvivenza di quelle mature alla frontiera<sup>11</sup>.

**Ridurre i vincoli finanziari favorirebbe lo sviluppo di imprese innovative, giovani e piccole.** Rispetto alle loro controparti negli Stati Uniti, le giovani imprese europee ad alto potenziale di crescita hanno un'impronta economica più ridotta: un numero troppo esiguo di esse si espande rapidamente e riesce infine a raggiungere le posizioni di più elevato successo<sup>12</sup>. Spesso queste imprese affrontano vincoli finanziari più stringenti rispetto alle loro controparti già affermate, a causa dell'avversione al rischio degli investitori, dell'assenza di rapporti di fiducia e del ricorso a capitale immateriale, più difficile da utilizzare come garanzia<sup>13</sup>. Il dinamismo delle imprese è risultato inoltre inferiore nelle regioni in cui la popolazione è più anziana (cfr. anche la sezione 3)<sup>14</sup>. Nel complesso, ciò si traduce in un ecosistema aziendale europeo composto da imprese relativamente piccole e in fase di invecchiamento, che non sono in grado di competere a livello mondiale<sup>15</sup>. Parte della soluzione risiede nell'integrare e sviluppare ulteriormente i mercati dei capitali in Europa, compresi i mercati del capitale di rischio (come ad esempio il venture capital), per integrare il settore bancario e rafforzare la capacità di assunzione di rischio<sup>16</sup>.

**Aumentare gli investimenti, soprattutto in attività immateriali quali la ricerca e lo sviluppo (R&S) e nella diffusione delle tecnologie digitali, potrebbe migliorare la produttività dell'Europa.** Come illustrato nel pannello b) del grafico 1, rispetto agli Stati Uniti l'area dell'euro impiega una porzione minore del suo PIL in apparecchiature TIC e prodotti di proprietà intellettuale, un divario in espansione negli ultimi anni<sup>17</sup>. Inoltre, l'Europa si concentra su miglioramenti marginali di tecnologie già mature piuttosto che sull'innovazione rivoluzionaria, il che significa che è bloccata nella cosiddetta "trappola delle tecnologie intermedie"<sup>18</sup>. In termini di diffusione del digitale, recenti analisi a livello di impresa per l'area dell'euro mostrano che l'adozione di tecnologie digitali potrebbe determinare un aumento nella

<sup>10</sup> Cfr. la nota 6 a piè di pagina.

<sup>11</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 3 *Il dinamismo della produttività delle imprese nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

<sup>12</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. l'articolo *"Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies"*, *Regional Economic Outlook*, Fondo monetario internazionale, ottobre 2024.

<sup>13</sup> Cfr. Farre-Mensa, J. e Ljungqvist, A., *"Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?"*, *The Review of Financial Studies*, vol. 29, n. 2, febbraio 2016, pagg. 271-308.

<sup>14</sup> Cfr. Daniele, F., Honiden, T. e Lembcke, A., *"Ageing and productivity growth in OECD regions: Combatting the economic impact of ageing through productivity growth?"*, *Regional Development Working Papers*, OCSE, agosto 2019.

<sup>15</sup> Cfr. BCE, *"Bridging the gap: reviving the euro area's productivity growth through innovation, investment and integration"*, intervento tenuto da Luis de Guindos, Vicepresidente della BCE, in occasione della Economic Conference 2024 organizzata dalla Latvijas Banka e dal SUERF, Riga, 2 ottobre 2024.

<sup>16</sup> Cfr. Arampatzis et al., *"Capital markets union: a deep dive"*, *Occasional Paper Series*, BCE, di prossima pubblicazione.

<sup>17</sup> Per risultati analoghi per l'UE, cfr. Gros, D. et al., *"What investment gap? Quality instead of quantity"*, *Institute for European Policymaking*, Università Bocconi, 2024.

<sup>18</sup> Cfr. Fuest, C., Gros, D. Mengel, P-L., Presidente, G. e Tirole, J., *"EU Innovation policy. How to escape the middle technology trap"*, A report by the European Policy Analysis Group, 2024.

produttività delle aziende nel medio periodo, con effetti tuttavia eterogenei tra imprese e settori: non tutte le tecnologie digitali generano incrementi di produttività significativi. Istituzioni e strutture di governance più efficienti ed efficaci, insieme alle competenze a esse complementari, potrebbero rappresentare un modo di aumentare i benefici della digitalizzazione in termini di produttività<sup>19</sup>. Allo stesso tempo, rafforzare l'espansione delle imprese europee potrebbe promuovere la loro digitalizzazione<sup>20</sup>.

**Nonostante l'UE sia in ritardo per quanto riguarda la spesa in R&S, la sua attività di innovazione verde è ancora paragonabile a quella delle altre regioni principali.** Nel corso dell'ultimo decennio la spesa in R&S si è mantenuta intorno al 2 per cento del PIL nell'UE, molto meno che negli Stati Uniti e in Giappone, ad esempio, e più recentemente al di sotto anche della Cina (cfr. il pannello a) del grafico 2), con la maggior parte del divario derivante dal settore privato<sup>21</sup>. Un aspetto positivo è che, per il momento, l'attività di innovazione verde nell'UE (in termini di famiglie di brevetti internazionali) rimane paragonabile a quella di altri paesi come il Giappone e gli Stati Uniti. Tuttavia, la Cina sta recuperando terreno a un ritmo sostenuto e nel 2021 ha superato le altre regioni principali (cfr. il pannello b) del grafico 2)<sup>22</sup>. Se l'Europa vuole mantenere il suo ruolo predominante nell'innovazione nel campo delle tecnologie pulite, dovrà concentrarsi sull'emissione di brevetti e sull'espansione, nonché sul contrasto alla frammentazione normativa, per assicurarsi di sfruttare al massimo i vantaggi del mercato unico.

<sup>19</sup> Cfr. Anghel et al., “[Digitalisation and productivity](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 339, BCE, 2024.

<sup>20</sup> Cfr. il riquadro 1 [Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: andamenti a breve e lungo termine](#) nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

<sup>21</sup> Con l'1,2 per cento del PIL, la spesa delle imprese in R&S nell'UE rappresenta circa la metà di quella degli Stati Uniti (2,3 per cento del PIL). Per maggiori dettagli cfr. Fuest, C., D. Gros, P.-L. Mengel, Presidente, G. e Tirole, J., op. cit.

<sup>22</sup> Cfr. Nerlich. C. et al., “[Investing in Europe's green future](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 367, BCE, 2025.

**Grafico 2**

Spesa in R&amp;S e innovazioni nel campo delle tecnologie pulite

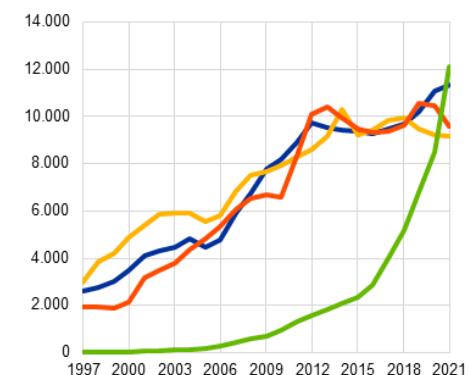
a) Spesa interna lorda in R&S  
(in percentuale del PIL)

■ Unione europea  
■ Stati Uniti  
■ Giappone  
■ Cina

Anno	Unione europea	Stati Uniti	Giappone	Cina
1990	1.6	2.5	2.5	0.6
1994	1.5	2.3	2.4	0.6
1998	1.6	2.5	2.7	0.7
2002	1.7	2.4	2.8	1.0
2006	1.8	2.4	3.2	1.4
2010	1.9	2.6	2.9	1.8
2014	2.1	2.8	3.1	2.2
2018	2.2	2.9	3.2	2.5
2022	2.3	3.5	3.3	2.8

b) Innovazione nel campo delle tecnologie pulite per paese  
(numero di domande di brevetto internazionale)

(numero di domande di brevetto internazionale)



Fonti: pannello a): OCSE; pannello b): Ufficio europeo dei brevetti.

Nota: nel pannello b) l'innovazione è misurata in base alle famiglie internazionali di brevetti, che identificano domande di brevetto presentate in più di un paese per proteggere un'invenzione.

### 3 Istituzioni

**Le istituzioni svolgono un ruolo fondamentale nel promuovere un ambiente imprenditoriale dinamico, investimenti, innovazione e, di conseguenza, produttività e competitività.** Definendole in senso ampio, le istituzioni comprendono le regole formali e informali, le norme e le organizzazioni che forniscono la struttura per le interazioni sociali, politiche ed economiche. Le ricerche per cui Acemoglu, Johnson e Robinson hanno ricevuto il premio Nobel nel 2024 sottolineano l'importanza di avere istituzioni inclusive che offrano ampio accesso alle opportunità economiche e proteggano i cittadini dagli abusi di potere<sup>23</sup>. Oltre ad assicurare lo Stato di diritto e a ridurre la corruzione, le istituzioni che sostengono lo sviluppo del capitale umano, come i sistemi di istruzione, sono cruciali per rafforzare la competitività. Istituzioni che funzionano bene in questi settori, garantirebbero anche una forza lavoro qualificata, indispensabile per la crescita della produttività e per l'innovazione<sup>24</sup>.

### Quadro giuridico e regolamentare

**Il quadro giuridico e regolamentare influenza in modo significativo il contesto imprenditoriale e le decisioni di investimento delle imprese.** Sebbene per la

<sup>23</sup> Cfr. Acemoglu, D., Johnson, S. e Robinson, J. A., “[The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation](#)”, *American Economic Review*, vol. 91, n. 5, pagg. 1369-1401, dicembre 2001.

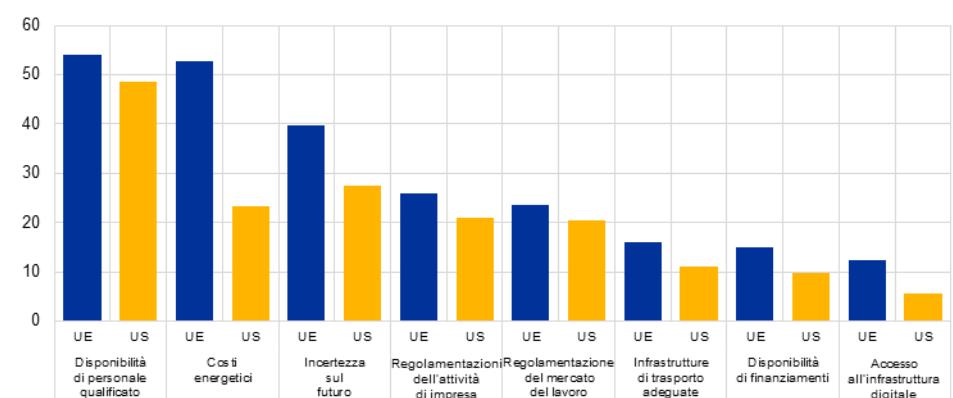
<sup>24</sup> Cfr. Glaeser, E. L., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A., “[Do institutions cause growth?](#)”, *Journal of Economic Growth*, vol. 9, n. 3, pagg. 271-303, settembre 2004.

maggior parte concepita con lo scopo di tutelare la salute dei cittadini e l'ambiente, la regolamentazione può avere conseguenze economiche e sociali indesiderate. Procedure complesse di pianificazione e approvazione possono costituire forti ostacoli agli investimenti, in particolare per le piccole imprese e nel contesto delle transizioni digitale e verde. Normative che ostacolino l'ingresso delle imprese nei mercati dei beni e servizi, o che limitino l'uso di determinate tecnologie o dati, possono comportare un aumento di costi per le nuove imprese ad alta tecnologia, intralciando così l'adozione di nuove tecnologie e riducendo di conseguenza la concorrenza e gli effetti di diffusione delle tecnologie (technology spillovers).

**Grafico 3**

Ostacoli a lungo termine per gli investimenti - 2023

(percentuale di imprese che individuano diverse categorie come un ostacolo importante)



Fonte: indagine BEI sugli investimenti.

**La complessità e la variabilità delle regolamentazioni tra i diversi Stati membri dell'UE creano barriere all'entrata e aumentano i costi sostenuti dalle imprese per il rispetto delle regole, rendendo l'Europa meno appetibile in confronto a contesti normativi più snelli come gli Stati Uniti.** L'indagine sugli investimenti condotta dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) ha individuato gli ostacoli a lungo termine alle decisioni di investimento delle imprese (cfr. il grafico 3).

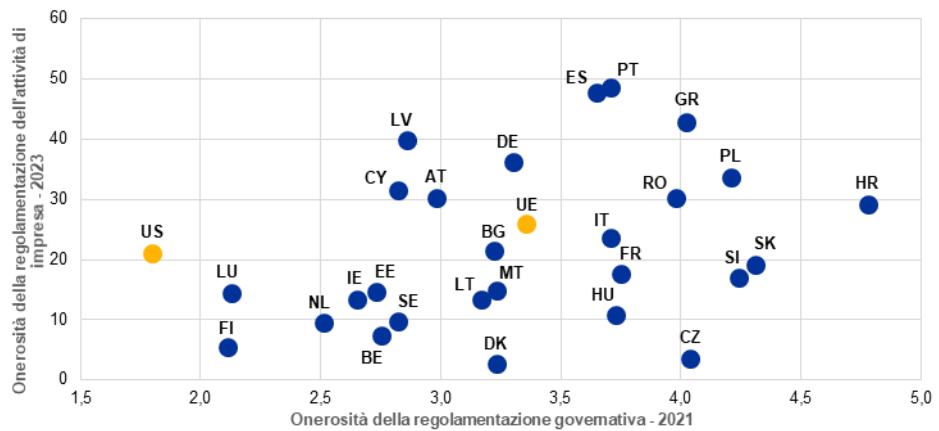
Un numero maggiore di imprese in Europa, rispetto agli Stati Uniti, segnala importanti barriere agli investimenti a lungo termine. Sebbene la disponibilità di personale qualificato sia considerata la principale criticità sia nell'UE sia negli Stati Uniti, circa il doppio delle imprese europee riferisce problemi in merito a costi energetici più elevati, difficoltà di accesso ai finanziamenti e carenze nelle infrastrutture di trasporto e digitali (cfr. anche il riquadro 1). In modo simile, un numero maggiore di imprese in Europa rispetto agli Stati Uniti afferma che la regolamentazione dell'attività di impresa e del mercato del lavoro costituisca un ostacolo importante agli investimenti. Nonostante il divario con gli Stati Uniti non sembri particolarmente ampio, la media europea nasconde una diffusa eterogeneità tra i paesi membri (cfr. il pannello a) del grafico 4). Un quadro analogamente eterogeneo emerge in merito ai processi di gestione della crisi delle imprese insolventi, che devono essere semplificati, abbreviati e più armonizzati. Nel 2019 il tempo medio per concludere le procedure d'insolvenza è risultato doppio (circa due anni) in Europa rispetto agli Stati Uniti (cfr. il pannello b) del grafico 4).

**Grafico 4**

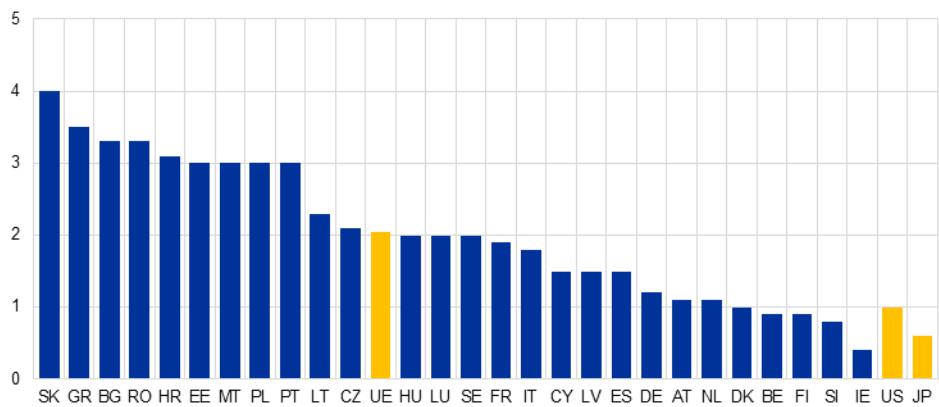
Oneri della regolamentazione e tempi di conclusione delle procedure d'insolvenza

**a) Onerosità della regolamentazione**

(asse delle ascisse: punteggio; asse delle ordinate: percentuale di imprese)

**b) Tempi di conclusione delle procedure d'insolvenza**

(numero di anni - 2019)



Fonti: pannello a): World Economic Forum (asse delle ascisse) e indagine del gruppo BEI sugli investimenti e il finanziamento agli investimenti (asse delle ordinate); pannello b): Banca mondiale.

Note: nel pannello a) valori più elevati indicano maggiore regolamentazione. L'asse delle ascisse si basa sulle risposte fornite nel 2021 alla domanda "Nel vostro paese, quanto è facile per le imprese rispettare i regolamenti e gli obblighi amministrativi statali (ad esempio permessi, relazioni, legislazione)? (1 = estremamente facile; 7 = eccessivamente complesso)". L'asse delle ordinate si basa sulle risposte, a partire dal 2023, alla domanda "Pensando alle attività di investimento in [nome del paese], in che misura la regolamentazione del lavoro costituisce un grave ostacolo?"; nel pannello b) il tempo necessario per concludere le procedure d'insolvenza è il numero di anni che vanno dal suo avvio dinanzi al giudice fino alla risoluzione delle attività in sofferenza. Per l'UE si utilizza la media non ponderata.

**Il panorama normativo negli Stati Uniti è generalmente considerato più favorevole alle imprese e incentrato sul minimizzare gli ostacoli burocratici, in modo da incoraggiare l'innovazione e gli investimenti.** Ad esempio, gli Stati Uniti hanno un approccio più flessibile alla normativa ambientale e un quadro di protezione dei dati meno rigoroso rispetto al regolamento generale sulla protezione dei dati (General Data Protection Regulation, GDPR) dell'UE. Ciò può rendere più semplice per le imprese operare e investire in nuove tecnologie e iniziative verdi. Secondo il rapporto *Doing Business 2020* della Banca mondiale, il tempo medio necessario per avviare un'impresa in Europa varia notevolmente da un paese all'altro e in molti casi è significativamente più lungo rispetto agli Stati Uniti, il che

evidenzia la minore efficienza e la frammentazione dei processi normativi nell'UE<sup>25</sup>. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale, i costi commerciali complessivi all'interno dell'Europa equivalgono a una imposta ad valorem consistente, pari al 44 per cento in media per il settore manifatturiero, rispetto al 15 negli Stati Uniti, e fino al 110 per cento per i servizi<sup>26</sup>. Gran parte di questi ingenti costi in Europa è riconducibile alle barriere normative all'ingresso, che rimangono particolarmente elevate, soprattutto nel settore dei servizi.

**I recenti rapporti di Enrico Letta e Mario Draghi evidenziano anche l'onerosità della regolamentazione e la frammentazione, che limitano la capacità delle imprese dell'UE di espandersi e competere a livello internazionale.**

Il completamento del mercato unico, insieme alla razionalizzazione e armonizzazione della regolamentazione delle imprese ove appropriato, saranno elementi fondamentali per cambiare la situazione. Ne sono un esempio le proposte volte a creare un nuovo codice delle imprese come 28º quadro normativo per le aziende europee innovative (con un set armonizzato e limitato di norme che consentirebbe loro di espandersi rapidamente in tutta l'UE) e i passi verso l'armonizzazione dei quadri nazionali in materia di insolvenza<sup>27</sup>. Un altro settore da esplorare potrebbe riguardare procedure più rapide e armonizzate per le applicazioni delle tecnologie pulite. Un primo passo in questa direzione è il sistema unitario dei brevetti avviato nel 2023, che consente di ottenere la tutela brevettuale in 17 Stati membri dell'UE presentando un'unica richiesta all'Ufficio europeo dei brevetti.

**Per affrontare gli ostacoli a lungo termine agli investimenti connessi all'accesso ai finanziamenti, sono essenziali mercati dei capitali più spessi e un'integrazione finanziaria.** Ciò potrebbe contribuire a creare un mercato dei capitali unificato e perciò profondo e liquido, che consenta alle imprese di accedere a una gamma diversificata di fonti di finanziamento, compreso il cosiddetto venture capital. Un maggiore accesso al capitale di rischio potrebbe permettere alle imprese di stimolare gli investimenti in attività immateriali e in R&S, comprese le innovazioni rivoluzionarie, sostenendo nel contempo i finanziamenti per le transizioni verde e digitale. Un'analisi dettagliata di tali questioni esula dall'ambito del presente articolo, ma è ampiamente trattata in altre pubblicazioni della BCE<sup>28</sup>.

## Governance e capacità amministrativa

**Istituzioni pubbliche di elevata qualità, che si riflettano nell'efficiente funzionamento della pubblica amministrazione, nell'applicazione della legge e nella trasparenza, sono condizioni essenziali per elaborare e attuare con successo politiche economiche solide.** Un modo per identificare i settori in cui sono più necessari miglioramenti consiste nell'esaminare i dati sugli indicatori di

<sup>25</sup> Secondo il rapporto *2020 Doing Business* della Banca mondiale, sono necessari 4 giorni per avviare un'impresa negli Stati Uniti, analogamente a Grecia e Francia, mentre ne occorrono 8 in Germania, 11 in Italia e 12,5 in Spagna. Sebbene tale rapporto sia stato ora sostituito dal rapporto *B-Ready*, nella prima edizione (2024) un numero elevato di paesi dell'UE o degli Stati Uniti non era incluso. Nel prossimo biennio dovrebbe aumentare gradualmente la copertura.

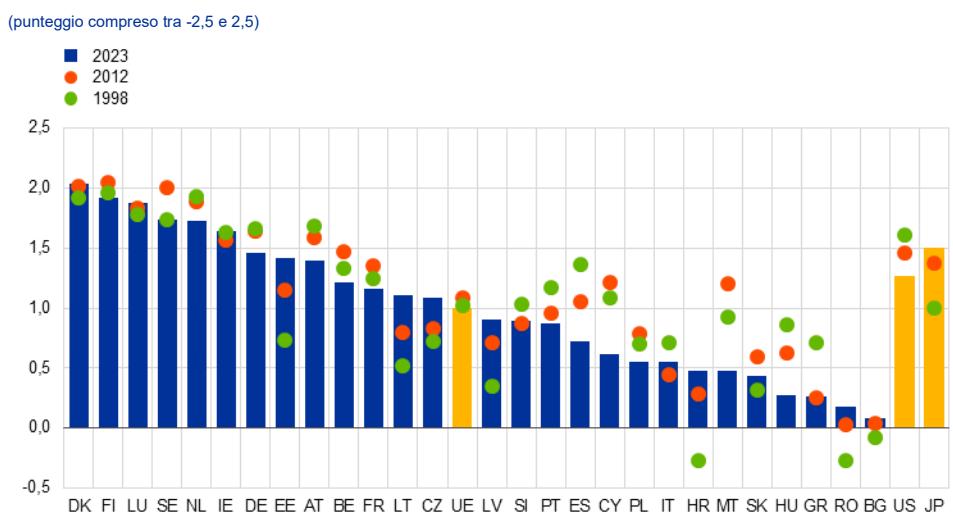
<sup>26</sup> Cfr. FMI, *Regional Economic Outlook for Europe*, ottobre 2024.

<sup>27</sup> Cfr. Draghi, M., op.cit. e Letta, E., op. cit.

<sup>28</sup> Cfr. Arampatzis et al., op. cit.; e Nerlich. C. et al., op. cit.

governance a livello mondiale (Worldwide Governance Indicators, WGI) della Banca mondiale. Essi misurano in che modo le imprese, i cittadini e gli esperti considerino la qualità della governance. Negli ultimi dieci anni circa la metà dei paesi dell'UE ha registrato un deterioramento della propria posizione nella graduatoria stilata mediante l'indicatore composito del WGI e, in media, la qualità attuale delle istituzioni dell'UE è inferiore a quella delle istituzioni di Stati Uniti e Giappone (cfr. il grafico 5).

**Grafico 5**  
Indicatori di governance a livello mondiale



Fonte: Banca mondiale.

Note: i punteggi riflettono la media dei quattro indicatori di governance misurabili: stato di diritto, qualità del quadro normativo, efficacia delle amministrazioni pubbliche e contrasto alla corruzione. Valori più elevati indicano una miglior governance. Un punteggio pari a 2,5 rifletterebbe un paese che ottiene i migliori risultati a livello mondiale in tutte e quattro le sottocategorie. Per l'UE è rappresentata la media non ponderata.

**Anche la capacità amministrativa è parte della governance, nonché un fattore particolarmente critico per agevolare gli investimenti durante le transizioni verde e digitale.** La Commissione europea ha riconosciuto l'importanza di solidi quadri amministrativi per guidare tali transizioni. Il Green Deal europeo e il programma Digital Compass 2030 evidenziano la necessità di sistemi amministrativi robusti per garantire che i fondi siano assegnati in modo efficiente e che i progetti rispettino rigorosi standard ambientali e tecnologici<sup>29</sup>. La recente esperienza con il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF) ha inoltre evidenziato gli ostacoli all'assorbimento e all'utilizzo tempestivi ed efficaci dei fondi, riconducibili a strozzature in termini di capacità amministrativa, in parte connessi al complesso sistema di rendicontazione e controllo del dispositivo<sup>30</sup>. Una capacità amministrativa ben sviluppata può ottimizzare le procedure di domanda, autorizzazione e controllo, riducendo in tal modo i ritardi e le incertezze che spesso ostacolano gli investimenti.

<sup>29</sup> Cfr. Commissione europea, “Enhancing the European Administrative Space (ComPAct)”, 2023.

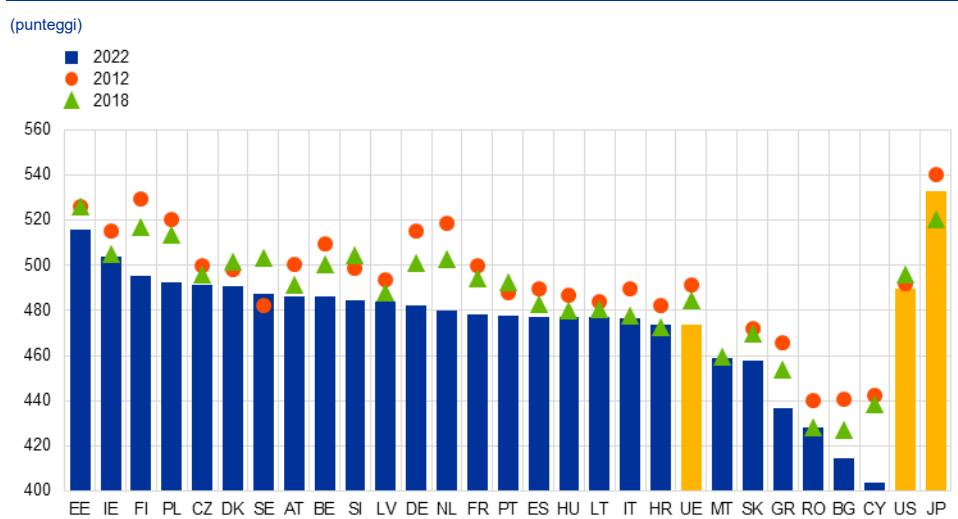
<sup>30</sup> Cfr. Bankowski, K. et al., “Four years into the NextGenerationEU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact”, Occasional paper series, n. 362, BCE, 2024; Commissione europea, “Mid-term evaluation of the Recovery and Resilience Facility (RRF)”, 2024; Corte dei Conti europea, “Relazione speciale 13/2024: Assorbimento dei fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza”, 2024.

## Istruzione e miglioramento/riqualificazione del livello delle competenze per compensare gli andamenti demografici negativi

**I sistemi di istruzione svolgono un ruolo fondamentale nel rafforzamento di capitale umano e innovazione.** Per consentire i cambiamenti tecnologici e l'innovazione e sfruttare le opportunità che essi offrono, sono cruciali sia sistemi di istruzione di alta qualità sia efficaci programmi di miglioramento e riqualificazione del livello delle competenze. Gli ultimi risultati del Programme for International Student Assessment (PISA) sottolineano la necessità dell'Europa di continuare a migliorare i risultati scolastici (cfr. il grafico 6). Secondo i risultati di tale programma, diversi paesi europei, come l'Estonia, l'Irlanda e la Finlandia, hanno registrato, in media, buoni risultati in scienze, matematica e lettura nel 2022. I punteggi sono peggiorati in modo significativo nella maggior parte dei paesi dell'UE rispetto al 2018. Ciò è attribuibile solo in parte alla pandemia di COVID-19, in quanto i punteggi erano già in calo prima di questa<sup>31</sup>. Nell'UE permangono notevoli disparità in termini di risultati scolastici, che continuano a essere inferiori a quelli degli Stati Uniti e del Giappone.

### Grafico 6

Risultati del programma OCSE per la valutazione internazionale degli studenti (PISA)



Fonte: OCSE.

Note: il programma PISA misura la capacità dei quindicienni di utilizzare le proprie conoscenze e competenze in materia di lettura, matematica e scienze per far fronte alle sfide della vita reale. L'UE è la media non ponderata di tutti gli Stati membri dell'UE ad eccezione del Lussemburgo. Mancano i dati relativi a Malta nel 2012 e il punteggio di lettura per la Spagna nel 2018 non è disponibile.

**Oltre ai sistemi di istruzione, la riqualificazione e il miglioramento del livello delle competenze sono essenziali per adattarsi alle esigenze del mercato del lavoro, in rapida evoluzione in virtù delle transizioni verde e digitale.**

Il programma European Skills Agenda per la competitività sostenibile, l'equità sociale e la resilienza sottolinea l'importanza di un apprendimento costante e di uno sviluppo continuo delle competenze<sup>32</sup>. Lo scopo è quello di dotare la forza lavoro, compresi i

<sup>31</sup> Cfr. OCSE, *PISA 2022 Results (Volume I): The state of learning and equity in education*, dicembre 2023.

<sup>32</sup> Cfr. Commissione europea, *European Skills Agenda for sustainable competitiveness, social fairness and resilience*, comunicato stampa, luglio 2020.

dirigenti, delle competenze necessarie per prosperare nelle industrie emergenti e sostenere gli obiettivi dell'UE nelle transizioni digitale e verde<sup>33</sup>. L'Europa deve concentrarsi maggiormente sull'istruzione e sullo sviluppo delle competenze per mettersi al passo con gli Stati Uniti in materia di innovazione e diffusione tecnologica. Come già menzionato all'inizio della sezione 3, anche la disponibilità di lavoratori qualificati costituisce uno dei principali ostacoli a lungo termine agli investimenti delle imprese in Europa. Il Centro europeo per lo sviluppo della formazione professionale (Cedefop) sottolinea l'importanza dell'analisi delle competenze e della pianificazione della forza lavoro. In Europa occorrono strategie più integrate e lungimiranti per affrontare le carenze e gli squilibri tra domanda e offerta di competenze, con l'obiettivo di creare un futuro più verde, equo e tecnologicamente avanzato<sup>34</sup>. L'importanza delle competenze per affrontare le sfide sul fronte della competitività è evidenziata anche nel rapporto Letta, inclusa la semplificazione delle lauree e il miglioramento del riconoscimento dei titoli di studio in tutta Europa.

**L'evoluzione demografica negativa rappresenta una sfida per la disponibilità di forza lavoro in Europa, in termini sia di quantità che di competenze.** Tuttavia, è meno certo quale sia il rapporto con la crescita della produttività. Negli anni a venire le classi più anziane costituiranno una parte crescente della forza lavoro. Il loro pensionamento comporterà una riduzione dell'offerta di lavoro e una carenza di determinate competenze, mentre non vi sono prove conclusive sugli eventuali incrementi di produttività connessi a coorti più giovani con livelli di istruzione certificata più elevati<sup>35</sup>. Acemoglu e Restrepo<sup>36</sup> spiegano come maggiori investimenti di capitale, quali la maggiore adozione di robot e altre tecnologie dell'automazione, potrebbero attenuare e persino invertire la relazione negativa tra età e produttività. Allo stesso tempo, i lavoratori più anziani potrebbero essere impreparati a un ambiente di lavoro che sta rapidamente adottando nuove tecnologie.

**I migranti costituiscono una porzione importante della forza lavoro europea e possono contribuire a stimolare l'offerta di lavoro e la produttività, soprattutto in un contesto di invecchiamento della popolazione<sup>37</sup>.** Le ricerche dimostrano che la migrazione può avere effetti positivi sulla produttività e sulla crescita economica a lungo termine<sup>38</sup>. Negli ultimi anni, in un contesto di forte tensione sul mercato del lavoro in Europa, la migrazione ha contribuito ad alleviare la carenza di

---

<sup>33</sup> Cfr. Bloom et al., "Americans Do IT Better: US Multinationals and the Productivity Miracle", *American Economic Review*, n. 102(1), pagg. 167-201, 2012.

<sup>34</sup> Cfr. Cedefop, *Skills in transition - The way to 2035*, Lussemburgo, 2023.

<sup>35</sup> Alcuni studi rilevano che la quota crescente di lavoratori in età più avanzata ha un impatto negativo sulla produttività media in Europa, mentre altri riscontrano scarse prove di tale relazione negativa negli Stati Uniti. Cfr. Aiyar, S., Ebeke, C. e Shao, X., "The Impact of Workforce Aging on European Productivity", *IMF Working Paper*, n. 16/238, 2016; e Feyrer, J., "Demographics and Productivity", *Review of Economics and Statistics*, vol. 89(1), pagg. 100-109, febbraio 2007.

<sup>36</sup> Cfr. Acemoglu, D. e Restrepo, P., "Demographics and automation", *NBER Working Paper*, n. 24421, marzo 2018.

<sup>37</sup> Cfr., ad esempio, Aiyar, S. et al., "The Refugee Surge in Europe: Economic Challenges", *IMF Staff Discussion Note*, n. 16/02, Fondo monetario internazionale, 19 gennaio 2016; e Mitaritonna, C., Orefice, G. e Peri, G., "Immigrants and Firms' Outcomes: Evidence from France", *NBER Working Paper*, n. 22852, novembre 2016.

<sup>38</sup> Cfr. Engler, P., MacDonald, M., Piazza, R. e Sher, G., "The macroeconomic effects of large immigration waves", *Working Paper Series*, n. 23/259, Fondo monetario internazionale, dicembre 2023; e Caselli, F., Lin, H., Toscani, F. e Yao, J., "Migration into the EU: Stocktaking of Recent Developments and Macroeconomic Implications", *IMF Working Papers*, n. 24/211, settembre 2024.

manodopera e a moderare la crescita salariale, in particolare nei settori ricettivo, dei servizi di sostegno e delle costruzioni, dove le barriere all'ingresso basate sulle qualifiche o sulla lingua sono inferiori<sup>39</sup>. Tuttavia, gestire i fenomeni della sovraqualificazione e dello squilibrio tra domanda e offerta di competenze, che interessano i migranti in un grado più elevato rispetto a cittadini e residenti permanenti, potrebbe contribuire ulteriormente ad affrontare la carenza di manodopera e di competenze e ad aumentare i guadagni di produttività del lavoro<sup>40</sup>. I livelli di istruzione più bassi degli studenti di seconda generazione in alcuni paesi evidenziano inoltre problemi connessi al successo delle politiche di immigrazione o di integrazione.

## Riquadro 1

### Infrastrutture fisiche e digitali in Europa

Le infrastrutture fisiche e digitali integrano le istituzioni immateriali attorno alle quali è organizzata la società. Infrastrutture di alta qualità sostengono un'economia ben integrata agevolando la circolazione efficiente di beni, servizi e persone<sup>41</sup>. Infrastrutture e reti fisiche e digitali sufficienti e mantenute a dovere rendono possibili economie di scala e riducono i costi di produzione. Le reti dei trasporti, delle telecomunicazioni e dell'energia sono fattori particolarmente importanti per la crescita economica e quindi per la competitività<sup>42</sup>. Tuttavia, i paesi europei necessitano di una notevole quantità di investimenti per migliorare le loro infrastrutture fisiche e digitali.

Data la geografia europea, le infrastrutture di trasporto terrestre, quali strade e ferrovie, sono essenziali per la fluidità dell'integrazione regionale e del commercio. Il grafico A mostra che, in media, la qualità delle infrastrutture di trasporto in Europa è inferiore rispetto a Stati Uniti e Giappone. Modernizzare e potenziare la rete dei treni europei potrebbe ridurre le strozzature, migliorare la coesione all'interno del mercato unico e favorire una logistica sostenibile a supporto della transizione verde<sup>43</sup>. Esiste ancora un potenziale inutilizzato per molti collegamenti ferroviari diretti tra le grandi città europee, spesso coperti invece dai collegamenti aerei, che hanno un'impronta ecologica molto più rilevante<sup>44</sup>.

<sup>39</sup> Cfr. D'Amuri, F. e Peri, G., ["Immigration, jobs, and employment protection: evidence from Europe before and during the great recession"](#), *Journal of the European Economic Association*, vol. 12, n. 2, pagg. 432-464, aprile 2014.

<sup>40</sup> Cfr. Rete europea sulle migrazioni (European Migration Network), ["Labour Market Integration of Beneficiaries of Temporary Protection from Ukraine"](#), *European Migration Network-OECD Joint Inform*, Bruxelles, maggio 2024.

<sup>41</sup> Cfr., ad esempio, Gorgulu, N., Foster, V., Straub, S. e Vagliansindi, M., ["The Impact of Infrastructure on Development Outcomes: A Qualitative Review of Four Decades of Literature"](#), *Open Knowledge Repository*, Gruppo della Banca mondiale, marzo 2023.

<sup>42</sup> Cfr. Calderón, C., Moral-Benito, E. e Servén, L., ["Is infrastructure capital productive? A dynamic heterogeneous approach"](#), *Journal of Applied Econometrics*, gennaio 2014.

<sup>43</sup> Cfr. Letta, E., op.cit.

<sup>44</sup> Cfr. Greenpeace, ["Connection failed"](#), luglio 2024.

## Grafico A

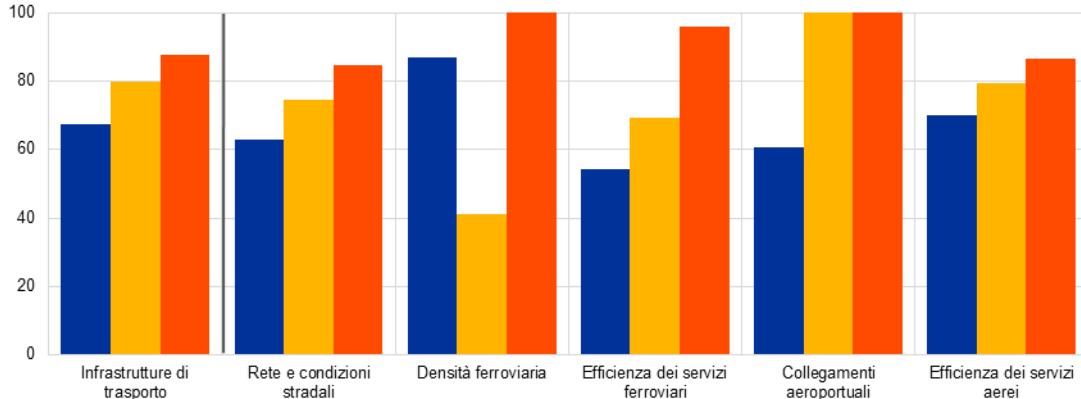
### Indici delle infrastrutture di trasporto - 2019

(indice da 0 a 100)

■ Unione europea

■ Stati Uniti

■ Giappone



Fonti: World Economic Forum Global Competitiveness Index 4.0 ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice relativo alle infrastrutture di trasporto calcola la media dei punteggi delle componenti di trasporto stradale, ferroviario, aereo e marittimo. La qualità e l'efficienza delle infrastrutture sono valutate sulla base di risposte a domande qualitative, che vanno da 1 (estremamente scarso) a 7 (estremamente buono). La densità ferroviaria è misurata come km di binari ogni 1.000 km<sup>2</sup>. L'indicatore di collegamento aeroportuale misura il grado di integrazione di un paese all'interno della rete mondiale del trasporto aereo.

Al giorno d'oggi, con i rapidi progressi della tecnologia, le infrastrutture digitali e le telecomunicazioni rivestono un'importanza particolare. Tuttavia, l'Europa è ancora lontana dal conseguimento dei suoi obiettivi in materia di connettività, in particolare per quanto riguarda l'Internet ad alta velocità e la copertura del 5G<sup>45</sup>. La frammentazione dei mercati nazionali delle telecomunicazioni, in Europa, ostacola i progressi in materia di connettività digitale. Tale frammentazione si contrappone a mercati più unificati negli Stati Uniti e in Cina, che beneficiano di un numero sempre minore di operatori più grandi. Di conseguenza, l'Europa soffre di costi di comunicazione più elevati e di una più lenta innovazione e diffusione di tecnologie digitali avanzate, compresa l'intelligenza artificiale, che sono fondamentali per la transizione digitale<sup>46</sup>.

Infine, la frammentazione della rete energetica europea, con pochi collegamenti e grandi disparità in termini di investimenti e normative tra i paesi, ha un impatto negativo sulla transizione verde verso le energie rinnovabili. Tale frammentazione acuisce le disparità regionali nei costi dell'energia, riducendo la competitività dei settori produttivi che dipendono da energia a prezzi accessibili<sup>47</sup>. La capacità di tenuta della rete energetica è inoltre fondamentale per conseguire la sicurezza energetica, soprattutto in un contesto di accresciute tensioni geopolitiche. Un mercato europeo dell'energia coeso con una rete resiliente ridurrebbe i costi per i consumatori e apporterebbe maggiore stabilità ai prezzi dell'energia, il che a sua volta faciliterebbe la politica monetaria.

<sup>45</sup> Attualmente le reti in fibra ottica raggiungono poco più della metà (56 per cento) delle famiglie dell'UE. Le reti 5G sono più diffuse a livello di UE e coprono l'81 per cento delle famiglie. Tuttavia, l'UE è ancora in ritardo rispetto agli Stati Uniti, dove circa il 96 per cento della popolazione è coperto dal 5G. Per maggiori dettagli, cfr. [2023 Report on the state of the Digital Decade](#), Commissione europea, settembre 2023.

<sup>46</sup> Cfr. Draghi, M., op. cit.

<sup>47</sup> Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo 1 [Shock energetici, investimenti delle imprese e potenziali implicazioni per la competitività futura dell'UE](#) nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

## 4 Osservazioni conclusive

**L'Europa si trova ad affrontare sfide cruciali per stimolare la produttività, gli investimenti e l'innovazione, e quindi la sua competitività e resilienza.** Sfide di lunga data quali la bassa crescita della produttività, la regolamentazione onerosa e le difficoltà demografiche sono state aggravate da tensioni geopolitiche, frammentazione del commercio e prospettive di prezzi dei beni energetici sempre più elevati. Per affrontare queste sfide sono necessarie riforme strutturali generali mirate a una maggiore efficienza della regolamentazione, al rafforzamento della governance e della capacità amministrativa, al miglioramento della qualità dell'istruzione e della corrispondenza tra domanda e offerta di competenze e alla modernizzazione delle infrastrutture. La popolazione sta diminuendo e le nostre società stanno invecchiando, pertanto il sostegno alla forza lavoro dipenderà da tassi di partecipazione più elevati, in particolare tra le donne e gli anziani, oltre che da politiche di immigrazione ben concepite per affrontare le carenze di manodopera e sostenere la crescita a lungo termine.

**Le proposte di Mario Draghi per migliorare la competitività europea e quelle di Enrico Letta per rafforzare il mercato unico sottolineano la necessità di un'azione coordinata a livello nazionale con maggior supporto da parte dell'UE, nei casi in cui ciò fornisca il massimo valore aggiunto<sup>48</sup>.** Le politiche nazionali devono dare priorità all'aumento della produttività tramite misure che sostengano il dinamismo delle imprese, l'adozione di tecnologie, il finanziamento di investimenti privati e innovazioni rivoluzionarie, e che affrontino le carenze di manodopera e gli squilibri tra domanda e offerta di competenze. A livello europeo, il necessario riorientamento delle politiche potrebbe essere agevolato da un coordinamento basato sulle priorità concordate dell'UE. È inoltre necessaria un'azione per fornire beni pubblici essenziali, tra cui energia da fonti più verdi e a prezzi accessibili, ricerche rivoluzionarie e infrastrutture digitali per una più ampia diffusione delle tecnologie avanzate, in particolare l'intelligenza artificiale. "Più Europa dove è importante" richiede anche di rafforzare il mercato unico e la condivisione dei rischi basata sul mercato, a livello europeo.

**Il presente articolo si unisce all'appello per urgenti e concrete riforme strutturali in Europa.** L'interazione tra istituzioni, infrastrutture e competitività sottolinea la necessità di un'azione politica trasformativa. Affrontare gli ostacoli strutturali, comprese infrastrutture fisiche e digitali inadeguate e squilibri tra domanda e offerta di competenze, migliorando nel contempo l'accesso ai finanziamenti, rafforzerebbe il potenziale di crescita. Le riforme strutturali agevolerebbero inoltre una ordinata trasmissione della politica monetaria all'economia dell'area dell'euro nel suo insieme, contribuendo così a mantenere la stabilità dei prezzi nella regione<sup>49</sup>. Al tempo stesso, tali riforme e politiche devono essere definite nell'ottica di sostenere le transizioni verde e digitale e di garantire la tenuta economica e sociale di fronte alle tensioni geopolitiche e ai possibili shock futuri. Migliorare l'accettabilità sociale delle riforme e garantire una regolamentazione

<sup>48</sup> Cfr. Draghi, M., op. cit. e Letta, E., op. cit.

<sup>49</sup> Cfr. Masuch, K., Modery, W., Setzer, R. e Zorell, N., "The euro area needs better structural policies to support income, employment and fairness", *Il blog della BCE*, BCE, 11 ottobre 2023.

equilibrata sono elementi fondamentali per il loro successo<sup>50</sup>. Nel complesso, le politiche devono essere concepite con cura, individuando un equilibrio tra regolamentazione e flessibilità. Ciò dovrebbe garantire la tutela dell'interesse pubblico senza compromettere l'innovazione e gli investimenti, contribuendo pertanto a un miglioramento sostenibile della produttività e in generale del tenore di vita in Europa.

---

<sup>50</sup> Cfr. Fondo monetario internazionale, “[Policy Pivot, Rising Threats. Chapter 3: Understanding the social acceptability of structural reforms](#)”, *World Economic Outlook*, ottobre 2024.

## 2

# La dinamica salariale durante e dopo il periodo di inflazione elevata

a cura di Colm Bates, Katalin Bodnár, Peter Healy e Marc Roca I Llevadot

## 1 Introduzione

**I salari sono fondamentali per la valutazione dell'inflazione, e quindi per la politica monetaria.** L'inflazione determina ed è altresì determinata dalla dinamica salariale. Le retribuzioni rappresentano un costo di input per le imprese. A loro volta, i salari corretti per la produttività influiscono sulle decisioni di determinazione dei prezzi delle imprese e quindi sulle spinte inflazionistiche, mentre i lavoratori basano le rivendicazioni salariali sull'inflazione corrente e passata e sulle aspettative di inflazione. Inoltre, i salari rappresentano una parte significativa del reddito delle famiglie e incidono, pertanto, sulle decisioni di consumo e di risparmio.

**L'ultimo decennio ha registrato cambiamenti significativi nelle condizioni della crescita salariale, in termini sia di pressioni sui prezzi sia di condizioni del mercato del lavoro.** Il periodo dal 2013 al 2017 è stato caratterizzato da un elevato, seppur in calo, sottoutilizzo nel mercato del lavoro, da bassa inflazione e da una crescita modesta della produttività, che, insieme ad alcuni fattori strutturali, hanno frenato la crescita dei salari. Nonostante l'inflazione abbia iniziato ad aumentare gradualmente a partire dal 2018 e le condizioni tese sul mercato del lavoro si siano accentuate, la crescita salariale è rimasta contenuta<sup>1</sup>. Durante la pandemia l'inflazione complessiva è stata modesta, così come la dinamica salariale di fondo, mentre sia il tasso di disoccupazione sia i salari sono stati influenzati dalle misure adottate dai governi per attenuare l'impatto economico dello shock pandemico<sup>2</sup>. A seguito della riapertura post-pandemica dell'economia e dell'invasione ingiustificata dell'Ucraina da parte della Russia, l'inflazione nell'area dell'euro è risalita a livelli storicamente elevati che, unitamente alle condizioni tese nel mercato del lavoro, hanno determinato una forte crescita salariale in termini storici. L'inflazione complessiva ha iniziato a diminuire considerevolmente nel 2023; nel contempo vi sono stati anche segnali di indebolimento della domanda di lavoro e la crescita salariale si è gradualmente attenuata a partire da un livello elevato<sup>3</sup>.

**Tali variazioni del contesto macroeconomico pongono sfide per la valutazione dell'importanza relativa delle determinanti dei salari.** Sebbene si possano trarre insegnamenti dal periodo di bassa inflazione, l'evoluzione del panorama economico e le distorsioni dei dati durante la pandemia richiedono una rivalutazione degli

<sup>1</sup> Cfr. Nickel, C., Bobeica, E., Koester, G., Lis, E. e Porqueddu, M. (a cura di), “[Understanding low wage growth in the euro area and European countries](#)”, *Occasional Paper Series*, n. 232, BCE, settembre 2019.

<sup>2</sup> Cfr. l'articolo 2 [Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia](#) nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr. l'articolo 2 [Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024](#) nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

strumenti normalmente impiegati e un'estensione delle fonti di dati utilizzate per analizzare la crescita salariale. In tale contesto, il presente articolo esamina le determinanti della crescita salariale nel periodo straordinario successivo alla pandemia (2022-2024) mediante una curva di Phillips dei salari aumentata e l'analisi di nuovi dati granulari sugli accordi salariali. L'articolo mostra altresì il legame tra crescita salariale e inflazione, applicando il modello Bernanke-Blanchard all'area dell'euro<sup>4</sup>.

## 2 La dinamica salariale nelle fasi di aumento e di calo dell'inflazione nell'area dell'euro

**Gli eventi che hanno influenzato gli andamenti del mercato del lavoro dopo la pandemia hanno avuto un impatto eterogeneo sugli indicatori salariali (cfr. il grafico 1).** Un indicatore fondamentale nella valutazione della crescita salariale nell'area dell'euro è il tasso di crescita annuo del costo del lavoro per dipendente (compensation per employee, CPE). Tale parametro riflette il costo del lavoro sostenuto dai datori di lavoro (che include salari, stipendi e contributi previdenziali a loro carico) espresso come media per dipendente. La BCE tiene sotto osservazione vari altri indicatori relativi alle retribuzioni per una valutazione più completa delle pressioni salariali, tra cui il costo del lavoro per ora lavorata (compensation per hour, CPH) e la crescita delle retribuzioni contrattuali. Mentre la crescita del CPE è diminuita considerevolmente nel 2020, gli indicatori della crescita salariale per ora lavorata, come il CPH, sono aumentati. Tali andamenti sono stati determinati da fattori statistici legati alla pandemia e al ricorso alle misure di integrazione salariale, che hanno distorto in vari modi il contenuto informativo della maggior parte degli indicatori salariali in questo periodo. Di conseguenza, tali indicatori hanno continuato a mostrare una certa volatilità nel 2021, a causa di effetti base. Per contro, l'indicatore della BCE relativo alle retribuzioni contrattuali, che coglie l'esito dei processi di contrattazione collettiva, non ha risentito di distorsioni statistiche<sup>5</sup>. Esso si è confermato, nel corso del 2020 e del 2021, relativamente stabile a un livello basso.

---

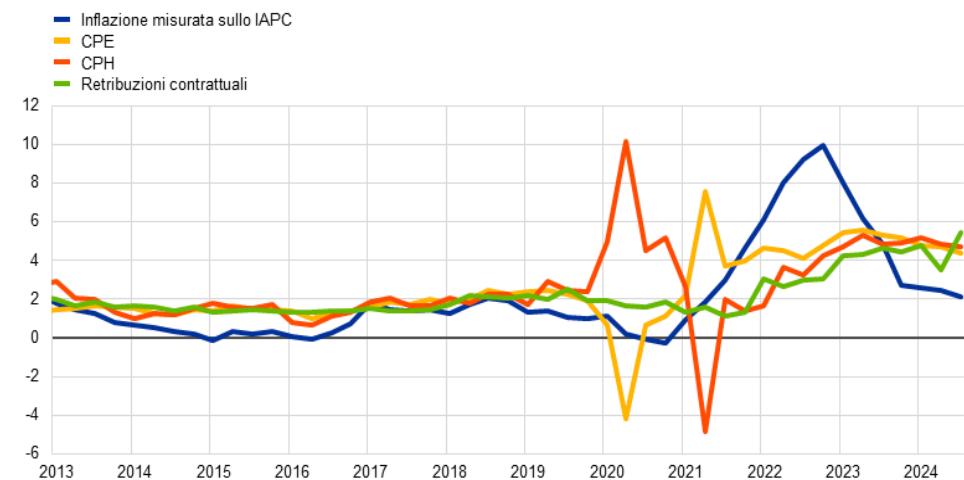
<sup>4</sup> Cfr. Arce, Ó., Ciccarelli, M., Kornprobst, A. e Montes-Galdón, C., ["What caused the euro area post-pandemic inflation?"](#), Occasional Paper Series, n. 343, BCE, febbraio 2024.

<sup>5</sup> Cfr. il riquadro 7 [Una valutazione delle dinamiche salariali durante la pandemia di COVID-19: il possibile contributo dei dati sulle retribuzioni contrattuali](#) nel numero 8/2020 di questo Bollettino.

## Grafico 1

### Indicatori del costo del lavoro e inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**A seguito dell'impennata dell'inflazione, la crescita salariale è salita a livelli mai osservati da prima dell'avvio dell'unione monetaria, ma i vari indicatori hanno accelerato a ritmi diversi.** La crescita del CPE è stata il primo degli indicatori salariali a seguire l'aumento dell'inflazione nell'area dell'euro, e nel 2022 era già oltre il 4 per cento. All'epoca la crescita del CPH era inferiore di circa 1 punto percentuale. Tale differenza ha rispecchiato la ripresa della media delle ore lavorate dopo la pandemia, che ha contribuito, in aggiunta al più lento aumento del costo orario del lavoro, alla crescita del CPE. Con il rallentamento della crescita delle ore medie lavorate, nel 2023 i due indicatori hanno iniziato a crescere a tassi analoghi, superiori al 5 per cento. Per contro, l'aumento delle retribuzioni contrattuali si è rafforzato in modo più graduale, da poco più dell'1 per cento (2021) a quasi il 3 (2022), e oltre il 4 (2023). Questo aggiustamento più graduale ha rispecchiato il fatto che il ripristino delle trattative salariali dopo la pandemia ha richiesto un certo tempo, e che le negoziazioni sono state lunghe. Gran parte della differenza tra CPE e retribuzioni contrattuali è colta dalla componente retributiva eccedente i minimi contrattuali, che ha fornito un contributo più consistente del solito alla crescita dei salari effettivi nelle prime fasi del periodo di inflazione elevata<sup>6</sup>. Tale componente elevata ha rispecchiato non solo la ripresa della media delle ore lavorate, ma anche una compensazione ad hoc dell'inflazione a livello di impresa, in parte incentivata da trattamenti fiscali preferenziali. Man mano che le trattative salariali formali hanno iniziato a riflettere direttamente la compensazione dell'inflazione, la componente

<sup>6</sup> Per definizione, la componente retributiva eccedente i minimi contrattuali coglie tutte le voci di salari e stipendi effettivamente corrisposti ai dipendenti che non rientrano nelle retribuzioni negoziate a livello collettivo, quali le gratifiche individuali e il lavoro straordinario. La crescita del costo del lavoro per dipendente può essere scomposta in contributi provenienti da salari e stipendi e contributi previdenziali a carico del datore di lavoro. La crescita di salari e stipendi per dipendente, a sua volta, è costituita dall'incremento delle retribuzioni contrattuali e della componente eccedente i minimi, quest'ultima calcolata come differenza tra la crescita di salari e stipendi per dipendente e quella delle retribuzioni contrattuali. Per una spiegazione più dettagliata del ruolo della componente eccedente i minimi nel determinare l'andamento dei salari, cfr. il riquadro 5 *Andamenti recenti dei salari e ruolo della componente eccedente i minimi contrattuali* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

retributiva eccedente i minimi contrattuali ha ripreso a diminuire, è ciò si è riflesso anche in una maggiore somiglianza tra la crescita del CPE e quella delle retribuzioni contrattuali.

**Di recente, la dinamica salariale si è moderata da un livello elevato, ma anche in questo caso i vari indicatori si sono mossi a ritmi diversi.** Come nella fase di accelerazione, anche la crescita delle retribuzioni contrattuali sembra essere la più persistente e l'ultima ad adeguarsi nel periodo di disinflazione salariale. Sebbene la crescita sia del CPE sia del CPH abbia raggiunto il livello massimo nel secondo trimestre del 2023, due trimestri dopo il picco dell'inflazione misurata sullo IAPC, la crescita delle retribuzioni contrattuali è rimasta elevata e volatile, riflettendo il fatto che i contratti salariali sono di durata diversa e i lavoratori vincolati a contratti pluriennali hanno subito ritardi negli adeguamenti retributivi in risposta all'impennata dell'inflazione. La volatilità delle serie relative alle retribuzioni contrattuali riflette in larga misura la maggiore importanza, negli ultimi anni, dei pagamenti una tantum; tuttavia gli effetti base dovuti a tali pagamenti avranno un impatto al ribasso nel 2025. Anche le informazioni desunte dall'indice salariale elaborato dalla BCE (cfr. la sezione 4) e dall'indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE suggeriscono un graduale rallentamento delle retribuzioni contrattuali in futuro<sup>7</sup>.

### 3 Valenza informativa della curva di Phillips riguardo agli andamenti salariali successivi alla pandemia

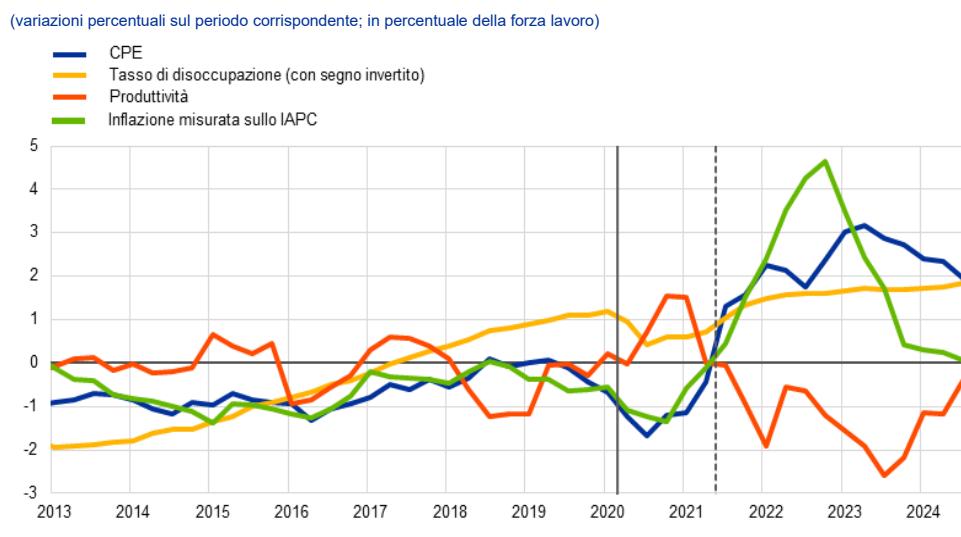
**Gli shock degli ultimi anni hanno innescato cambiamenti nelle determinanti dei salari.** La posizione ciclica dei mercati del lavoro, l'andamento dell'inflazione e la crescita della produttività sono determinanti fondamentali della crescita salariale, che gli economisti spesso valutano con l'ausilio di una curva di Phillips dei salari. Il grafico 2 mostra l'evoluzione di tali determinanti. Per correggere la notevole volatilità connessa alle misure di integrazione salariale introdotte nel 2020, nel primo e nel secondo trimestre di tale anno si è proceduto a interpolare il livello retributivo e quello di produttività, variabili maggiormente interessate dalle misure di integrazione salariale. Ciò rende più facile guardare oltre le distorsioni dei dati e comprendere come i recenti andamenti di gran parte delle determinanti salariali si siano discostati dalle regolarità storiche al di là delle distorsioni indotte dalla pandemia. L'inflazione al consumo, colta nel grafico 2 mediante l'inflazione misurata sullo IAPC, è aumentata molto rapidamente fino a raggiungere livelli storicamente elevati nel 2022, per poi tornare più di recente su livelli prossimi all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE. Nel contempo, il tasso di disoccupazione (con segno invertito nel grafico) è sceso al livello più basso dall'introduzione dell'euro. Infine, la crescita della produttività del lavoro si è mantenuta al di sotto della sua media di lungo periodo per un arco di tempo prolungato. La curva di Phillips dei salari aumentata adottata dalla BCE (Nickel, C. et al., op. cit.) coglie l'impatto di tali fattori, ovvero l'inflazione passata o attesa, la situazione del mercato del lavoro e la produttività, sulla crescita

<sup>7</sup> Cfr. Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. e Stanislao, M., “[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)”, *Il blog della BCE*, BCE, 18 dicembre 2024, e il riquadro 4 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* nel numero 7/2024 di questo Bollettino.

dei salari effettivi, tenendo conto anche dei valori ritardati. Si utilizzerà questo strumento come guida teorica e ausilio empirico per valutare l'andamento dei salari adottando diverse specificazioni<sup>8</sup>.

### Grafico 2

#### Crescita del CPE nell'area dell'euro e principali determinanti macroeconomiche



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: i tassi di crescita del CPE e della produttività sono calcolati a partire da serie interpolate nel primo e nel secondo trimestre del 2020, il tasso di disoccupazione è mostrato con segno invertito e tutte le variabili sono standardizzate con la loro media e deviazione standard. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024. Le linee verticali indicano l'inizio della pandemia (linea continua) e l'inizio dell'impennata dell'inflazione (linea tratteggiata).

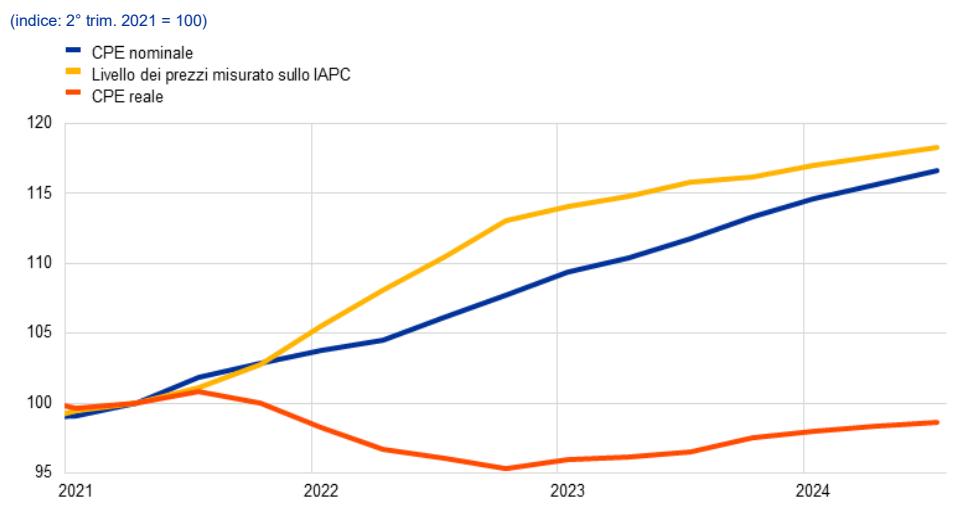
**Il recupero dell'inflazione passata è stato una determinante di rilievo della recente crescita salariale.** L'aumento rapido, considerevole e inatteso dei prezzi al consumo ha determinato una diminuzione dei salari reali nei vari paesi e settori dell'area dell'euro. In media, i salari reali sono diminuiti di circa il 5 per cento tra l'inizio dell'impennata dell'inflazione a metà del 2021 e il picco dell'inflazione complessiva (cfr. il grafico 3). I lavoratori cercheranno di recuperare le perdite salariali reali, il che significa che le rivendicazioni retributive rifletteranno la differenza tra i livelli effettivi e le aspettative dei salari reali, in funzione delle condizioni del mercato del lavoro<sup>9</sup>. Di conseguenza, il recupero dei salari reali è stato una determinante di rilievo della recente crescita salariale. La curva di Phillips di base dei salari non comprende direttamente i livelli dei salari reali, ma questi possono essere incorporati indirettamente, includendo l'inflazione passata e la crescita salariale ritardata in specificazioni alternative. La valutazione di questo fattore sarà arricchita dall'analisi dei dati granulari sulle negoziazioni salariali nella prossima sezione.

<sup>8</sup> La forma stimata della curva di Phillips dei salari segue la prassi consolidata prima della pandemia, con alcuni adeguamenti (cfr. Nickel, C. et al., op. cit.). La crescita sul trimestre precedente dei salari è regredita sul proprio ritardo, sulle aspettative di inflazione (in senso retrospettivo o prospettico), su una misura della ciclicità ritardata di un trimestre e sulla crescita della produttività. Si adotta un approccio di "modellizzazione densa" in cui viene utilizzato un ampio insieme di proxy dell'orientamento del mercato del lavoro e delle aspettative di inflazione, e i risultati sono valutati congiuntamente.

<sup>9</sup> Cfr. Blanchard, O., "Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment", *Realtime Economics blog*, Peterson Institute for International Economics, 14 marzo 2022.

### Grafico 3

#### CPE nominale e reale e livello dei prezzi nell'area dell'euro



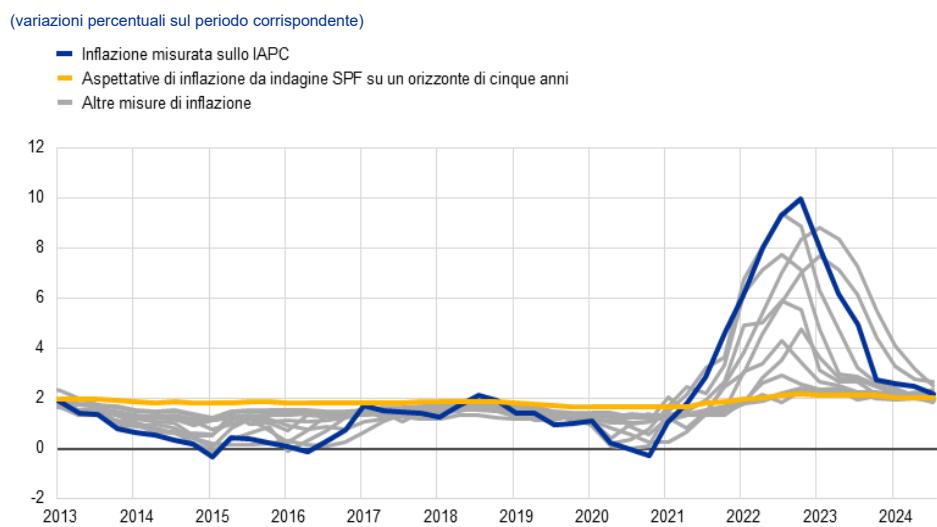
Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il CPE reale è calcolato dividendo il CPE nominale per il livello dei prezzi misurato sullo IAPC. Se si utilizza il deflattore dei consumi privati anziché lo IAPC, il livello dei salari reali è simile. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**A priori non è chiaro in che misura la dinamica salariale riflette l'inflazione passata piuttosto che, prospetticamente, le aspettative di inflazione.** Ciò può differire significativamente tra i lavoratori e può anche dipendere dal livello effettivo dell'inflazione. Per far fronte a tale incertezza, nella curva di Phillips dei salari aumentata si coglie l'impatto dell'inflazione sui salari includendo una misura dell'inflazione passata o prospettica, scelta tra un'ampia gamma di indicatori possibili<sup>10</sup>. Tutti questi indicatori sono aumentati rispetto ai loro valori passati. Tuttavia, essi si sono notevolmente discostati dall'inizio del periodo di elevata inflazione (molto più che in precedenza), con un aumento anticipato degli indicatori retrospettivi e a un livello superiore rispetto a quello degli indicatori prospettici, mentre le aspettative a più lungo termine sono rimaste relativamente stabili (cfr. il grafico 4)<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Gli indicatori dell'inflazione retrospettiva includono l'inflazione ritardata misurata sullo IAPC, l'inflazione di fondo ritardata e le medie mobili di quattro trimestri dell'inflazione passata misurata sullo IAPC. Gli indicatori anticipatori dell'inflazione includono le aspettative di inflazione di Consensus Economics su un orizzonte compreso tra uno e sei trimestri e le aspettative di inflazione a uno, due e cinque anni formulate nell'indagine della BCE presso i previsioni professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF).

<sup>11</sup> Sono considerate le aspettative dei previsioni professionali, sebbene si possa sostenere che le aspettative delle famiglie o delle imprese potrebbero essere più appropriate. L'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE e quella sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE) potrebbero fornire informazioni utili, ma non coprono un lasso di tempo sufficiente per essere incluse. Tuttavia, si rileva che per il periodo in cui sono disponibili le informazioni dell'indagine CES, le aspettative dei consumatori sono, benché più elevate, sostanzialmente in linea con quelle dei previsioni professionali, raggiungendo un picco a ottobre 2022 e seguendo un percorso simile a quello tracciato nell'indagine SPF.

**Grafico 4****Misure dell'inflazione passata e delle aspettative di inflazione su diversi orizzonti**

Fonti: Eurostat, BCE e Consensus Economics.

Note: la voce "Altre misure di inflazione" (linee grigie) include l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari, la media mobile a quattro trimestri dell'inflazione misurata sullo IAPC, le aspettative di inflazione di Consensus Economics su un orizzonte di uno e sei trimestri e le aspettative di inflazione dell'indagine SPF su un orizzonte di uno e due anni. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**Le stime della curva di Phillips dei salari confermano che la reazione delle retribuzioni all'inflazione passata è stata la principale determinante della recente dinamica salariale.** Sebbene la prevalenza dell'indicizzazione delle retribuzioni sia relativamente bassa nell'area dell'euro, prima della pandemia la compensazione dell'inflazione nella formazione dei salari è stata influenzata principalmente dall'inflazione passata<sup>12</sup>. Tale formazione potrebbe accrescere la persistenza delle variabili nominali e amplificare gli effetti di secondo impatto. In un periodo di elevata inflazione, essa può svolgere un ruolo di maggior rilievo nel processo di formazione dei salari, giacché le imprese e i lavoratori riservano a tale processo un'attenzione maggiore rispetto ai periodi di inflazione bassa. Durante il periodo di elevata inflazione e di successiva disinflazione, una quota maggiore della dinamica salariale è riconducibile all'inflazione passata e alle aspettative di inflazione a breve termine. I modelli che includono tali componenti possono spiegare gran parte della fase di rialzo della crescita salariale, mentre nella fase di disinflazione dei salari l'inflazione passata avrebbe fornito un contributo lievemente più ampio. Per contro, i modelli che includono le aspettative di inflazione a lungo termine indicano nel complesso un minore impatto stimato dell'inflazione sulla formazione dei salari (cfr. il grafico 5). Di recente, con la diminuzione dell'inflazione misurata sullo IAPC, anche il contributo dell'inflazione alla crescita salariale si è ridimensionato nella maggior parte delle specificazioni con misure di inflazione retrospettive o a breve termine, pur rimanendo elevato. Nel complesso, questo risultato conferma l'esistenza di un robusto elemento retrospettivo nella formazione dei salari nell'area dell'euro, che nel periodo recente è anche connesso al forte elemento di sorpresa

<sup>12</sup> Cfr., ad esempio, Koester, G. e Grapow, H., *Prevalenza dell'indicizzazione salariale nel settore privato dell'area dell'euro e il suo potenziale ruolo nell'impatto dell'inflazione sui salari* nel numero 7/2021 di questo Bollettino, e Nickel, C. et al., op. cit.

dello shock inflazionario. Ciò è in linea con l'applicazione del modello di Bernanke-Blanchard all'area dell'euro<sup>13</sup>.

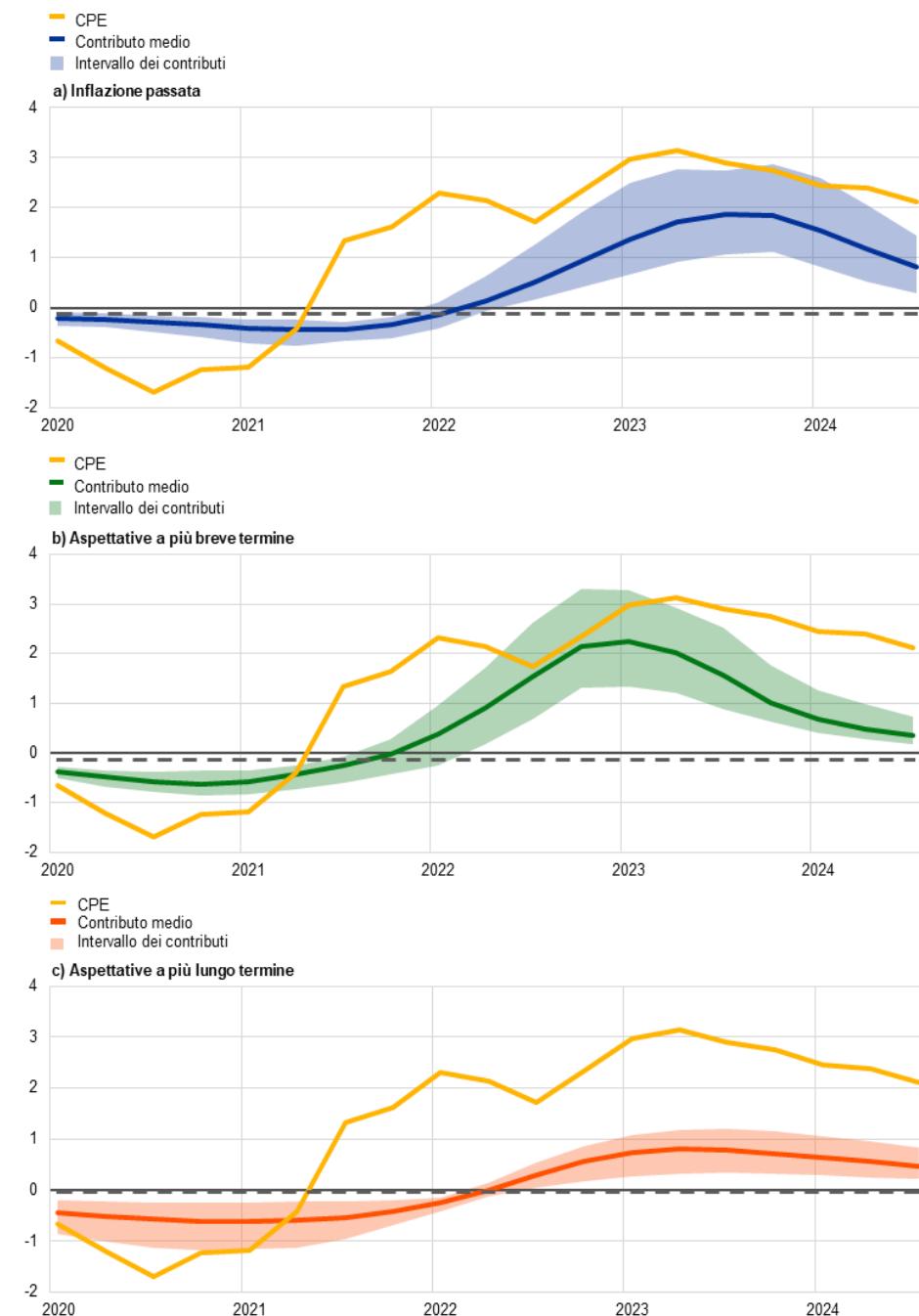
---

<sup>13</sup> Cfr. Arce, Ó. et al., op. cit., in cui gli autori rilevano altresì che l'inflazione ha avuto un forte impatto sui salari negli ultimi tre anni (cfr. anche il riquadro 2 del presente articolo); e Gaislyan, V., "Understanding the Joint Dynamics of Inflation and Wage Growth in the Euro Area", *Research Technical Papers*, n. 11, vol. 2023, Central Bank of Ireland, dicembre 2023, secondo cui il divario dei salari reali è stato una determinante di rilievo della recente crescita salariale nell'area dell'euro. Analogamente, cfr. DeLuca, M. e Van Zandweghe, W., "Postpandemic Nominal Wage Growth: Inflation Pass-Through or Labor Market Imbalance?", *Economic Commentary*, n. 2023-13, Federal Reserve Bank of Cleveland, agosto 2023, pagg. 1-6, in cui si rileva che la crescita salariale negli Stati Uniti è stata trainata principalmente dalla trasmissione dell'inflazione.

### Grafico 5

#### Crescita del CPE nell'area dell'euro e contributo dell'inflazione in diverse specificazioni della curva di Phillips dei salari

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



Fonti: Eurostat, Consensus Economics, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

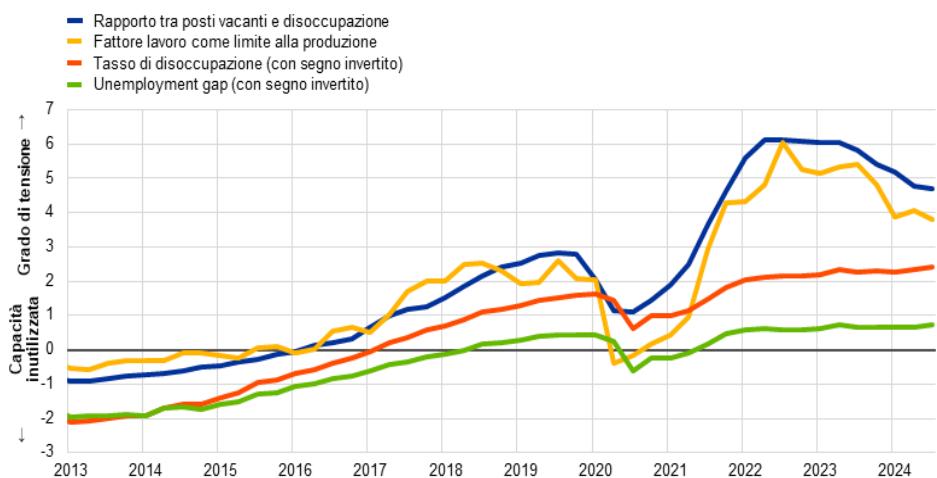
Note: il tasso di crescita del CPE è calcolato a partire da una serie che è stata interpolata nel primo e nel secondo trimestre del 2020, al netto della media. I grafici mostrano la media e l'intervallo del contributo stimato delle diverse variabili dell'inflazione alla crescita del CPE sulla base delle varie specificazioni dello schema di modellizzazione densa. Le misure dell'inflazione passata sono l'inflazione ritardata misurata sullo IAPC, l'inflazione di fondo ritardata e la media mobile su quattro trimestri dell'inflazione passata misurata sullo IAPC. Le aspettative di inflazione a più breve termine sono quelle di Consensus Economics su un orizzonte compreso tra uno e quattro trimestri e quelle formulate nell'indagine SPF su un orizzonte di un anno. Le aspettative di inflazione a più lungo termine sono quelle di Consensus Economics su un orizzonte compreso tra cinque e sei trimestri e quelle formulate nell'indagine SPF su un orizzonte di due e cinque anni. Le linee orizzontali tratteggiate indicano la media dei contributi nel periodo precedente la pandemia (calcolata nel periodo 1999-2019). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

**Vari indicatori relativi alla situazione del mercato del lavoro segnalano condizioni tese, sebbene in misura diversa.** Il periodo a partire dal 2022 è stato caratterizzato dal tasso di disoccupazione più basso dall'introduzione dell'euro nel 1999. Anche il tasso di disoccupazione complessiva è stato inferiore alle stime del suo tasso non inflazionistico – ad esempio, il tasso di disoccupazione che non esercita pressioni al rialzo sui salari (non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU) adottato dalla Commissione europea – a conferma dei segnali di tensione sul mercato del lavoro<sup>14</sup>. Altre misure dello stato del mercato del lavoro utilizzate come indicatori alternativi nelle specificazioni della curva di Phillips dei salari aumentata – ad esempio, il rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione e la misura della Commissione europea del lavoro come fattore che limita la produzione – segnalano un aumento ancora più marcato del grado di tensione sul mercato del lavoro rispetto al tasso di disoccupazione. Una possibile ragione è che questi due indicatori includano la domanda di lavoro in modo più diretto, mentre il tasso di disoccupazione riflette un equilibrio tra domanda e offerta di lavoro in cui gli adeguamenti della forza lavoro possono soddisfare la domanda. Di recente, gli indicatori della domanda di lavoro, prima collocati su livelli elevati, hanno registrato una flessione, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto più stabile (cfr. il grafico 6).

### Grafico 6

#### Misure della posizione ciclica dei mercati del lavoro

(valori percentuali; saldo netto; in percentuale della forza lavoro)



Fonti: Eurostat, Commissione europea, BCE, Haver ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il tasso di disoccupazione e l'unemployment gap sono mostrati con segno invertito. L'unemployment gap è calcolato come differenza tra il tasso di disoccupazione e la stima del NAWRU della Commissione europea, che è stata interpolata da frequenza annuale a trimestrale. Il fattore lavoro come limite alla produzione è calcolato come media ponderata delle informazioni fornite dalle indagini settoriali sui fattori che limitano la produzione nei sondaggi della Commissione europea presso le imprese e i consumatori. Tutti gli indicatori sono standardizzati sulla base della media e della deviazione standard precedenti la pandemia (ossia il periodo 1999-2019). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

<sup>14</sup> Nelle curve di Phillips dei salari aumentate si utilizza il tasso di disoccupazione, l'unemployment gap – calcolato come differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e la stima del tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU) nelle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema e della BCE – il rapporto fra posti vacanti e disoccupazione e la misura del lavoro della Commissione europea quale fattore limitante la produzione. Per informazioni sulla stima del NAWRU della Commissione europea, cfr. Havik, K. et al., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps", *European Economy – Economic Papers*, n. 535, Commissione europea, novembre 2014.

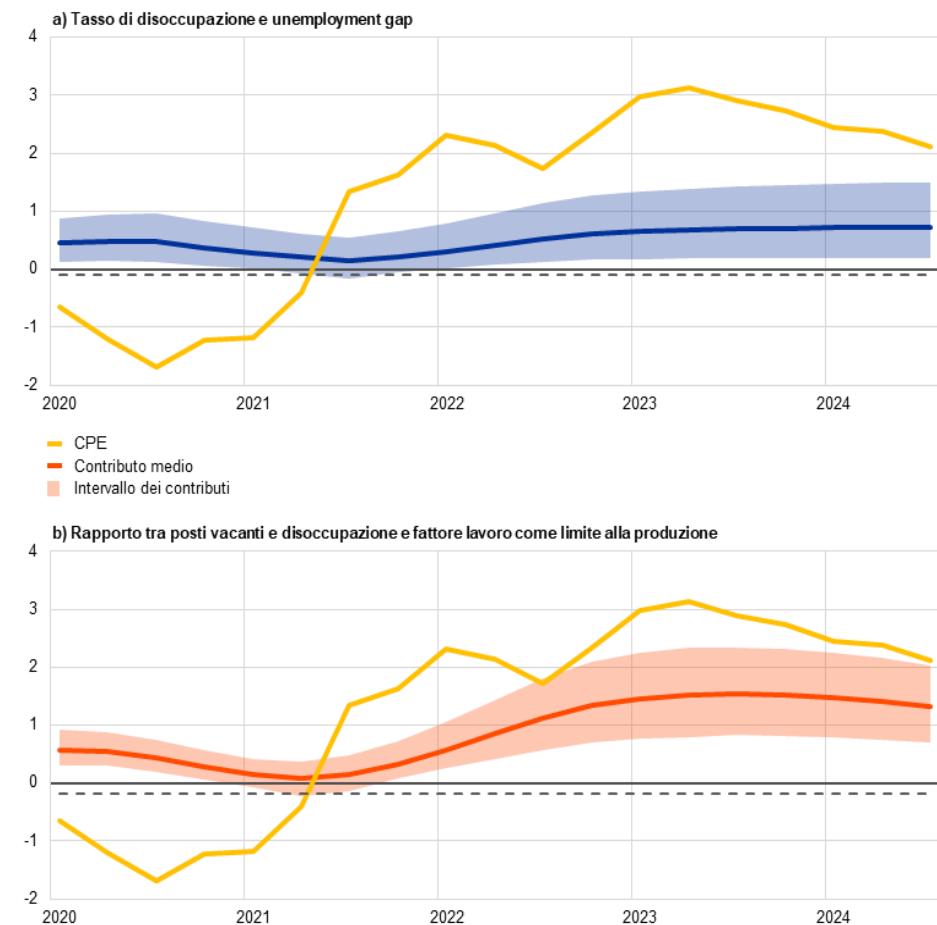
**Il grado di tensione sul mercato del lavoro ha contribuito alla recente crescita salariale.** Il tasso di disoccupazione segnala maggiori pressioni al rialzo sulla crescita salariale rispetto alla media storica. Tuttavia, a partire dal 2022 la crescita salariale è stata maggiormente in linea con la dinamica del rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione e con l'indicatore della Commissione europea sul fattore lavoro come limite alla produzione. Le specificazioni della curva di Phillips dei salari che includono tali indicatori segnalano un maggiore impatto del grado di tensione sul mercato del lavoro, lasciando intendere che esse forniscono maggiori informazioni sulla crescita salariale nel periodo recentemente trascorso (cfr. il grafico 7). Al tempo stesso, la dinamica recente della crescita dei salari segue più da vicino quella del contributo dell'inflazione (passata), mentre le tensioni sul mercato del lavoro hanno probabilmente agito da fattore di sostegno per il recupero dei salari reali.

## Grafico 7

Contributo del grado di tensione sul mercato del lavoro alla crescita del CPE nelle specificazioni della curva di Phillips dei salari

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

- CPE
- Contributo medio
- Intervallo dei contributi



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il tasso di crescita del CPE è calcolato a partire da una serie che è stata interpolata nel primo e nel secondo trimestre del 2020 e depurata della media. I grafici mostrano la media e l'intervallo del contributo stimato alla crescita del CPE fornito dalle diverse variabili del mercato del lavoro, sulla base delle varie specificazioni nel quadro della modellizzazione densa. Il fattore lavoro come limite alla produzione è calcolato come media ponderata delle informazioni su tali fattori limitanti fornite dalle indagini settoriali della Commissione europea presso le imprese e i consumatori. Le linee orizzontali tratteggiate indicano la media dei contributi precedenti la pandemia (calcolata nel periodo 1999-2019). Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

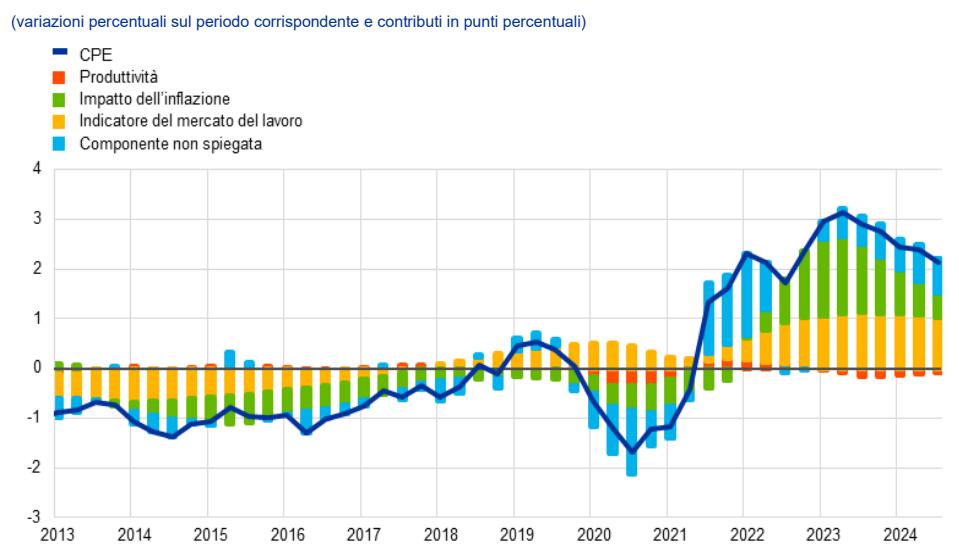
**Una scomposizione dei salari basata su una gamma di specificazioni della curva di Phillips dei salari aumentata attribuisce la recente elevata inflazione salariale soprattutto al consistente rialzo dei prezzi; tuttavia, poiché il ruolo dell'inflazione sta diminuendo, l'impatto relativo del mercato del lavoro è in aumento.** Nella scomposizione si considera una media di varie specificazioni con diverse variabili del mercato del lavoro e dell'inflazione. Confrontando le principali determinanti salariali, negli ultimi anni l'inflazione sembra essere stata il principale fattore alla base della crescita dei salari (cfr. il grafico 8). Il più recente rallentamento della crescita del CPE è dovuto anche a un minore contributo dell'inflazione.

Per contro, il contributo dell'andamento del mercato del lavoro è minore, ma non si

stima che sia diminuito<sup>15</sup>. La produttività del lavoro è stata recentemente debole, e ciò potrebbe aver frenato la crescita salariale complessiva. La correlazione stimata tra aumento della produttività e crescita dei salari è molto bassa alla frequenza del ciclo economico e il contributo stimato della produttività alla crescita effettiva del CPE è molto modesto e principalmente negativo<sup>16</sup>. Infine, vi è stato un residuo positivo, riconducibile alla presenza di alcuni fattori non colti dai modelli della curva di Phillips dei salari aumentata. Tali fattori potrebbero rappresentare l'interazione tra la tensione sul mercato del lavoro e l'inflazione elevata, ma la parte non spiegata potrebbe anche riflettere il fatto che la curva di Phillips dei salari è limitata nella sua capacità di cogliere il recupero dei salari reali<sup>17</sup>. Una scomposizione dei salari basata su un sottoinsieme di queste specificazioni della curva di Phillips dei salari aumentata in cui la componente dell'inflazione è solo retrospettiva aumenta la rilevanza della componente dell'inflazione e riduce il residuo nel periodo post-pandemico. Un risultato di questo tipo sottolinea il ruolo svolto dalla recente elevata inflazione nell'orientare la crescita salariale.

### Grafico 8

#### Scomposizione della crescita del CPE nella curva di Phillips dei salari



Fonti: Eurostat, Commissione europea, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra una media delle varie specificazioni della crescita del CPE al netto della media. Il CPE e la produttività sono interpolati nel primo e nel secondo trimestre del 2020 in base al livello. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

<sup>15</sup> I previsori professionali attribuiscono l'elevata inflazione salariale anche a un'inflazione passata e attesa elevata e si attendono una diminuzione della crescita dei salari, principalmente sulla scia della recente disinflazione. Cfr. *The ECB Survey of Professional Forecasters – Third quarter of 2024*, BCE, luglio 2024.

<sup>16</sup> I dati per l'area dell'euro indicano che a partire dai primi anni novanta la crescita dei salari reali è stata inferiore a quella della produttività del lavoro e che l'evidenza di una relazione diretta fra i due fattori è risultata debole. Cfr. Pagliari, M.-S., López-García, P., Bobeica, E. e Lis, E., "Assessing the link between productivity and wage growth", in Nickel, C. et al., op. cit. Una possibile spiegazione del disallineamento potrebbe essere connessa a problemi di misurazione della produttività del lavoro. Cfr. anche "Key factors behind productivity trends in EU countries", *Occasional Paper Series*, n. 268, BCE, settembre 2021.

<sup>17</sup> È inoltre probabile che nel periodo successivo alla pandemia gli andamenti salariali siano stati influenzati dalle misure fiscali, sebbene la loro rilevanza sia probabilmente inferiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti. Cfr. Jordà, Ò. e Nechio, F., "Inflation and wage growth since the pandemic", *European Economic Review*, vol. 156, luglio 2023.

## Riquadro 1

### Variazioni nel tempo della pendenza della curva di Phillips dei salari

a cura di Colm Bates, Katalin Bodnár e Peter Healy

Ai fini della politica monetaria, è importante comprendere le variazioni del trade-off tra gli aspetti reali e nominali dell'economia, nonché il legame esistente tra la crescita inflazionistica e retributiva nella curva di Phillips dei salari. Nella misura in cui i grandi shock verificatisi negli ultimi tempi diventano meno recenti, si concretizza la possibilità di valutare se tali shock specifici abbiano causato un'interruzione temporanea o una variazione più permanente nella pendenza della curva di Phillips dei salari riferita all'area dell'euro. In generale, la letteratura non fornisce conclusioni definitive riguardo le variazioni nel tempo della pendenza della curva di Phillips dei salari, il che potrebbe riflettere in parte la varietà di metodologie e indicatori impiegati. Ciononostante, in una certa misura si evidenzia un appiattimento, in particolare a seguito della crisi finanziaria mondiale<sup>18</sup>. Dopo la pandemia, invece, non si rilevano variazioni significative di tale curva<sup>19</sup>. Il presente riquadro esamina i potenziali cambiamenti successivi alla pandemia nell'area dell'euro.

Poiché il tasso di disoccupazione si colloca ai minimi storici e l'inflazione dei salari reagisce agli andamenti inattesi dell'inflazione, la semplice correlazione tra i due dati indurrebbe a pensare a una forte inclinazione della curva di Phillips negli anni più recenti. Lo spostamento è, tuttavia, attribuibile per lo più all'impatto dei passati shock inflazionistici sulla crescita salariale. In realtà, le stime della curva di Phillips dei salari basate su un campione mobile non indicano un'impennata della pendenza della curva (cfr. il grafico A). Si registra un certo aumento del parametro stimato del rapporto fra posti di lavoro vacanti e tasso di disoccupazione e dell'indicatore relativo alla forza lavoro quale fattore che limita la produzione, a seguito di una volatilità precedentemente più marcata di entrambi, ma tali variazioni non sono statisticamente significative per la maggior parte delle specificazioni. I parametri stimati per il tasso di disoccupazione e l'unemployment gap sono piuttosto stabili, coerentemente con il loro andamento storico. Non sono presenti neanche cambiamenti significativi del parametro stimato dell'inflazione, sebbene ciò potrebbe rispecchiare la difficoltà a tenere in considerazione shock importanti (come quello inflazionario recente) in tale modello lineare. Stime su finestre mobili indicano una certa volatilità nel parametro relativo all'inflazione, principalmente per le aspettative a lungo termine.

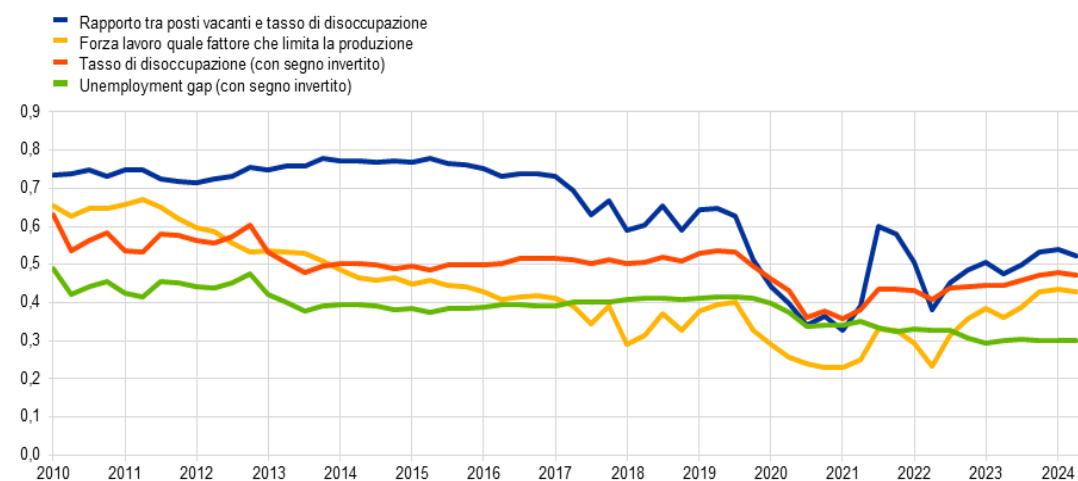
<sup>18</sup> In Malikane, C., "A Traditional Nominal Wage Phillips Curve: Theory and Evidence", *Economic Record*, vol. 99, n. 324, marzo 2023, pagg. 108-121 si rileva che in molte economie avanzate il passaggio a un regime di inflation targeting è stato accompagnato da un maggiore ancoraggio delle attese in materie di inflazione, con conseguente appiattimento della curva di Phillips dei salari. In Bulligan, G. e Viviano, E., "Has the wage Phillips curve changed in the euro area?", *IZA Journal of Labor Policy*, vol. 6, n. 9, agosto 2017, si evidenzia un appiattimento della curva di Phillips dei salari principalmente in Germania a seguito della crisi finanziaria mondiale.

<sup>19</sup> Alcuni lavori di ricerca, che vertono soprattutto sugli Stati Uniti, non hanno rilevato cambiamenti nella relazione. In Heise, S., Pearce, J. e Weber, J.P., "A New Indicator of Labor Market Tightness for Predicting Wage Inflation", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 9 ottobre 2024, si elabora un nuovo indicatore del grado di tensione del mercato del lavoro statunitense, senza tuttavia individuare segnali di variazioni recenti della relazione esistente con la crescita salariale.

## Grafico A

Stime dei parametri relativi alle misure cicliche del grado di tensione del mercato del lavoro nella curva di Phillips dei salari per l'area dell'euro

(parametri stimati)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'unemployment gap è definito come la differenza tra il tasso di disoccupazione effettivo e il tasso di disoccupazione che non esercita pressioni sull'inflazione (non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU). Le stime si basano su finestre mobili su 15 anni, a partire dal 1995, e mostrano medie di stime di parametri di diverse specificazioni. Nelle stime il CPE (la variabile sul lato sinistro della curva di Phillips dei salari) è interpolata per il primo e secondo trimestre del 2020 in base al livello.

## 4 Valenza informativa dell'indice salariale della BCE riguardo al ruolo della compensazione dell'inflazione nelle contrattazioni delle retribuzioni

**L'indice salariale della BCE fornisce una valutazione tempestiva dei salari contrattuali.** Gli indicatori salariali sono pubblicati con un notevole ritardo e di recente, come illustrato nella sezione precedente, la valutazione di tali dati è stata problematica. Nel periodo di inflazione elevata è emersa prepotentemente la necessità di indicatori e approcci più tempestivi. Uno sviluppo significativo è stato l'introduzione dell'indice salariale della BCE, che utilizza dati granulari sui contratti collettivi esistenti<sup>20</sup>. Tale indice fornisce sia informazioni retrospettive riguardo alle pressioni sulla crescita delle retribuzioni contrattuali sia segnali anticipatori molto tempestivi sulle aspettative di crescita delle retribuzioni contrattuali nei mesi successivi<sup>21</sup>. Tale indicatore è una delle diverse nuove fonti di dati, tra cui figurano gli indici salariali basati sulle indagini, sviluppati dalla BCE sin dall'inizio della pandemia<sup>22</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. Bates, C., Botelho, V., Holton, S., Roca I Llevadot, M. e Stanislao, M., op. cit., e Górnicka, L. e Koester, G. (a cura di), ["A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area"](#), *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.

<sup>21</sup> Cfr. Bing, M., Holton, S., Koester, G. e Roca I Llevadot, M., ["Tracking euro area wages in exceptional times"](#), *Il blog della BCE*, BCE, 23 maggio 2024.

<sup>22</sup> Cfr. Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y. e Reinelt, T., ["SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms"](#), *Working Paper Series*, n. 2949, BCE, giugno 2024; e Bankowska, K., Baptista, P., Bates, C., Dossche, M., Kouavas, O. e Tsirtas, A., ["Tracking individual wages with the Consumer Expectations Survey"](#), sessione poster *5th Joint ECB, Bank of Canada and Federal Reserve Bank of New York Conference on expectations surveys, central banks and the economy*, ottobre 2024.

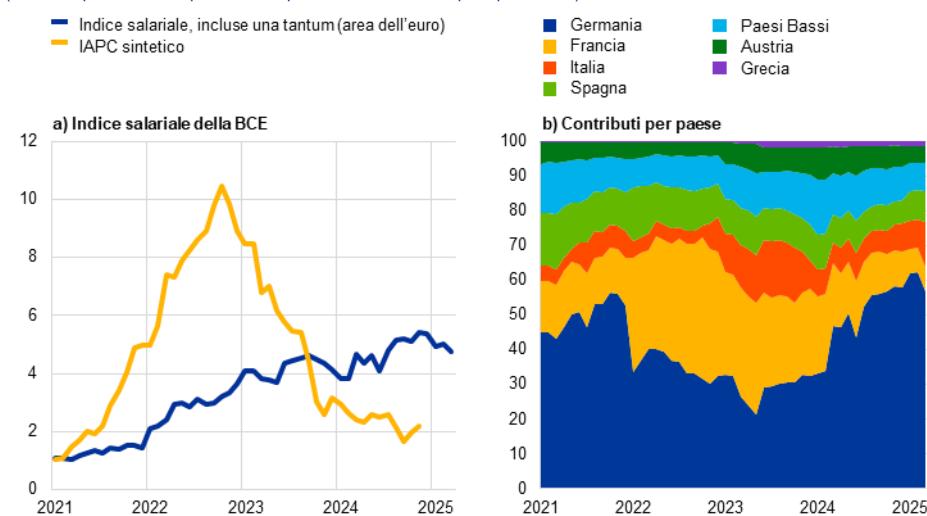
**I dati granulari sulle contrattazioni salariali possono contribuire a spiegare il ruolo della compensazione dell'inflazione quale determinante di tali negoziazioni.**

L'indice salariale della BCE ha reso più facile prevedere l'aumento graduale delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro a partire dal 2022 e comprendere la considerevole eterogeneità tra paesi (cfr. il grafico 9). Nel presente articolo si usa questo strumento per comprendere le caratteristiche delle contrattazioni salariali, utilizzando dati granulari a livello di accordo. In particolare, si valuta il ruolo delle richieste di recupero dei salari reali nel graduale incremento della crescita delle retribuzioni contrattuali e nella composizione di queste. Si distingue tra aumenti strutturali, ossia le variazioni che incidono sui salari di base, e pagamenti una tantum, e si valuta il ruolo dei fattori istituzionali nel ritmo di recupero dei salari reali<sup>23</sup>.

### Grafico 9

#### Indice salariale della BCE e contributi per paese

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



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su microdati relativi agli accordi salariali forniti da Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e associazione olandese dei datori di lavoro (AVVN).

Note: per i dettagli metodologici, cfr. G ornicka, L. e Koester, G. (a cura di), op. cit. Gli aggregati per l'area dell'euro relativi all'indice salariale della BCE e allo IAPC sintetico si riferiscono a Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Austria e Paesi Bassi. L'aggregazione tra paesi    basata sui pesi del costo del lavoro dipendente ricavati dai dati di contabilit  nazionale. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2025 per l'indice salariale della BCE e a novembre 2024 per lo IAPC.

**Un importante fattore alla base della velocit  eterogenea di adeguamento delle retribuzioni contrattuali all'inflazione    la durata dei contratti collettivi precedenti.**

Fattori istituzionali, quali la frequenza delle negoziazioni e la durata degli accordi, possono influenzare la dinamica delle pressioni salariali di fondo. Comprendere la rapidit  con cui le parti sociali possono reagire agli shock economici e rinegoziare i contratti collettivi    pertanto di fondamentale importanza per valutare la trasmissione dell'inflazione alle retribuzioni. La lunga durata dei contratti limita la possibilit  per i datori di lavoro di adeguarsi agli shock macroeconomici, ma allo stesso tempo offre ai dipendenti una garanzia per quanto riguarda la loro retribuzione futura, in quanto questa    meno dipendente dal ciclo economico. Tuttavia, in un periodo di inflazione elevata, lunghe durate contrattuali possono

<sup>23</sup> L'indice salariale della BCE contiene informazioni dettagliate sui pagamenti una tantum per Germania, Italia e Paesi Bassi.

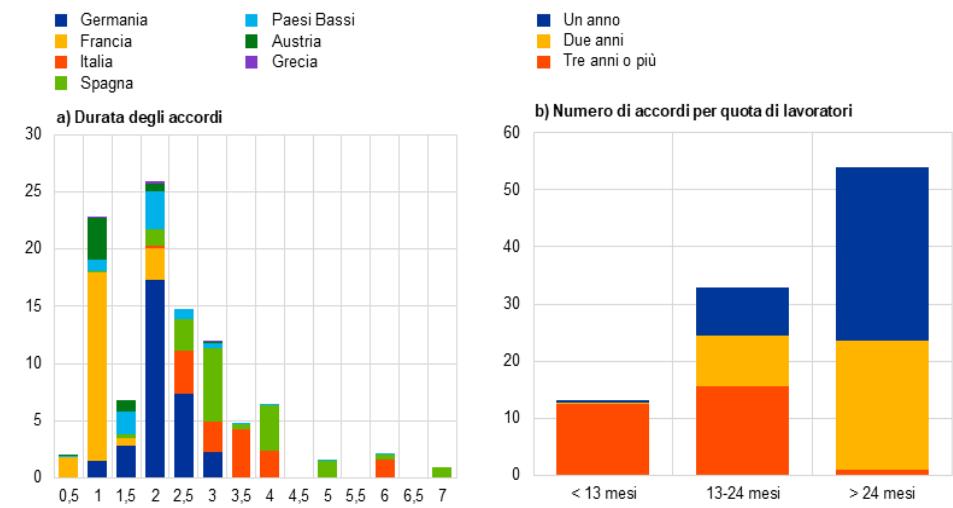
determinare sostanziali perdite dei salari reali, soprattutto quando i forti shock inflazionistici non sono stati presi in considerazione nelle precedenti negoziazioni salariali. Una lunga durata contrattuale può altresì aumentare la volatilità delle serie relative alle retribuzioni contrattuali quando l'inflazione è inaspettatamente elevata, giacché in questo caso esiste un ampio divario salariale reale accumulato da colmare o ridurre nelle contrattazioni salariali future. Ad esempio, i lavoratori del settore del commercio al dettaglio e all'ingrosso in Germania hanno recentemente negoziato un nuovo accordo salariale per la prima volta in tre anni. Per compensare la perdita cumulata dei salari reali, sono stati concordati ingenti pagamenti una tantum, nonché significativi aumenti salariali strutturali (ossia la crescita dei pagamenti regolari, escluse le misure una tantum) nel terzo trimestre del 2024, che hanno determinato una crescita record delle retribuzioni contrattuali (come mostrato nel grafico 1).

**I dati dell'indice salariale della BCE suggeriscono che le durate contrattuali rilevate differiscono notevolmente all'interno dell'area dell'euro.** In Francia e in Austria i contratti collettivi durano in media circa 12 mesi. Per contro, in Germania, Italia, Spagna e Paesi Bassi gli accordi sono solitamente validi per due o più anni. In Italia e in Spagna la distribuzione dei lavoratori per durata contrattuale registra diversi picchi, alcuni con intervalli significativi come cinque o sei anni, un fenomeno non comune in altri paesi (cfr. il pannello a) del grafico 10). L'aggregazione dei dati dell'indice salariale della BCE a livello di area dell'euro rivela che il 13 per cento dei lavoratori è vincolato a contratti di durata pari o inferiore a un anno, che sono stati rinegoziati almeno tre volte dal 2021. Con l'allungamento della durata contrattuale, la frequenza dei rinnovi naturalmente diminuisce. Un terzo dei lavoratori è vincolato a contratti da uno a due anni, e dal 2021 vi sono stati numerosi accordi in questo segmento, che rispecchiano l'andamento a volte sfalsato e lento della contrattazione collettiva. I contratti di durata superiore a due anni, che riguardano il 54 per cento dei lavoratori, sono stati rinegoziati soltanto una o due volte dal 2021 (cfr. il pannello b) del grafico 10).

## Grafico 10

### Durata e numero di contratti collettivi, per quota di lavoratori dal 2021

(pannello a): asse delle ascisse – durata contrattuale in anni; asse delle ordinate – densità; pannello b): percentuali di lavoratori)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su microdati relativi agli accordi salariali forniti da Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e associazione olandese dei datori di lavoro (AVVN).

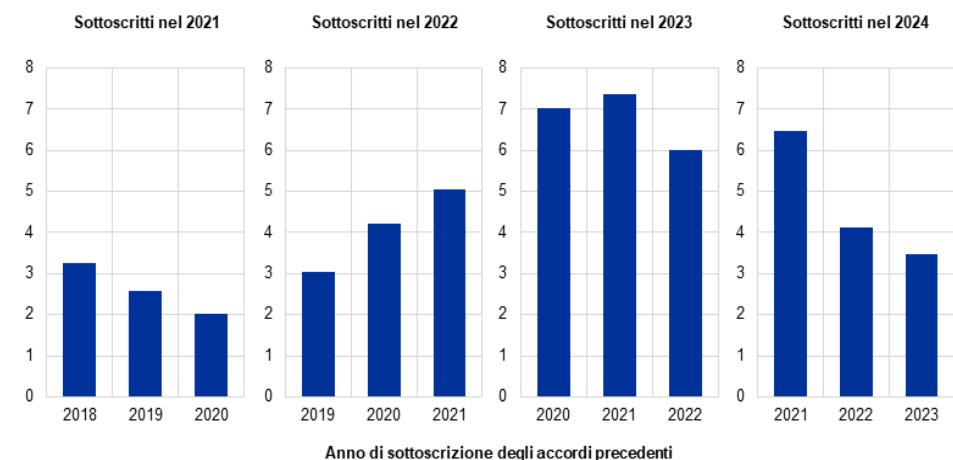
Note: le densità sono ponderate per il numero di lavoratori. Per i settori che hanno negoziato molti contratti dal 2021, i calcoli si basano sulla durata media di tali contratti e sul numero medio di lavoratori.

**Contratti con durate più brevi consentono alla dinamica salariale di reagire più rapidamente all'inflazione.** La crescita strutturale delle retribuzioni per i contratti rinnovati ogni anno è aumentata, passando dal 2,0 per cento nel 2021 al 5,1 nel 2022 e al 6,0 nel 2023, prima di scendere al 3,5 nel 2024. Pur continuando a riflettere una dinamica salariale sfalsata, tali contratti suggeriscono che le pressioni sulle retribuzioni contrattuali continueranno ad attenuarsi, a condizione che l'inflazione non torni ad aumentare improvvisamente. I contratti con durate più lunghe mostrano un adeguamento strutturale dei salari più graduale, con una crescita delle retribuzioni più contenuta nel 2022 e più sostenuta nel 2023 e nel 2024. Pertanto, i contratti con durate più lunghe hanno mostrato una risposta immediata più debole all'impennata dell'inflazione nel 2022, e una crescita salariale più lenta e marcata negli anni successivi. Tuttavia, anche le pressioni salariali sui contratti con durata più lunga stanno diminuendo, come già osservato nel 2024 nella dinamica della crescita retributiva dei contratti con durata media di due anni (cfr. il grafico 11).

### Grafico 11

Crescita strutturale dei salari, per anno in cui sono stati firmati i contratti attuali e precedenti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su microdati relativi agli accordi salariali forniti da Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e associazione olandese dei datori di lavoro (AVVN).

Note: ogni pannello rappresenta gli accordi firmati in un determinato anno. L'asse delle ascisse indica quando   stato firmato il contratto precedente. La crescita strutturale dei salari considera solo un periodo di 12 mesi dall'entrata in vigore dell'accordo.

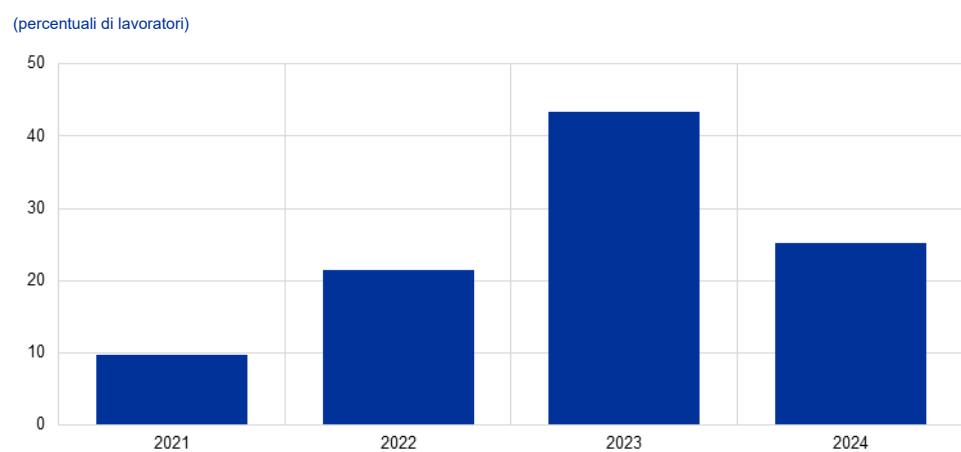
### Poich  la maggior parte dei lavoratori inclusi nell'indice salariale della BCE ha rinegoziato i salari dall'inizio dell'impennata inflazionistica, il fattore recupero dei salari reali si sta attenuando, come confermato dall'indicatore prospettico.

Una quota significativa dei contratti collettivi, che interessa oltre il 30 per cento dei lavoratori censiti nella banca dati della BCE sull'indice salariale,   scaduta nel 2024. Inoltre, un ulteriore 15 per cento vedr  scadere i propri accordi nella prima met  del 2025. Di questi, una maggioranza sostanziale   stata concordata nel 2023 o nel 2024, il che indica che la maggior parte dei lavoratori ha gi  ricevuto aumenti salariali o pagamenti una tantum che compensano l'inflazione. Pochissimi dei contratti che si prevede saranno rinegoziati entro il secondo trimestre del 2025 non sono gi  stati rinnovati almeno una volta dal 2023. Di conseguenza, si prevede che gran parte dei rinnovi contrattuali determiner  una crescita salariale inferiore a quella concordata nel 2023 e nel 2024, dovuta in parte agli adeguamenti salariali pi  flessibili, o meno sfalsati, dei contratti con durata inferiore (cfr. il grafico 12).

Ci , insieme alla minore componente eccedente i minimi contrattuali, attenuer  nel complesso le pressioni salariali.

**Grafico 12**

Quota di lavoratori con accordi in scadenza, per anno di firma



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate su microdati relativi agli accordi salariali forniti da Deutsche Bundesbank, Bank of Greece, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Oesterreichische Nationalbank e associazione olandese dei datori di lavoro (AWVN).

Nota: quota di lavoratori il cui contratto giungerà a scadenza (o è scaduto) tra il primo trimestre del 2024 e il secondo trimestre del 2025, per anno di firma del contratto.

## Riquadro 2

### Salari e trasmissione degli shock all'inflazione

a cura di Antoine Kornprobst e Carlos Montes-Galdón

Il presente riquadro descrive i fattori alla base di salari e inflazione, nonché la loro interconnessione nel recente episodio di inflazione elevata, avvalendosi del modello semistrutturale di Bernanke e Blanchard<sup>24</sup>. Tale modello viene impiegato per identificare le fonti di crescita salariale e inflazione, tenendo in piena considerazione le relazioni dinamiche tra prezzi, retribuzioni e aspettative. Esse includono gli effetti degli shock esogeni che hanno colpito l'economia dell'area dell'euro a partire dal primo trimestre del 2020, nonché l'impatto delle condizioni iniziali in quel periodo, rilevando gli effetti dinamici delle condizioni macroeconomiche prima della pandemia. È importante notare che il modello può mostrare le modalità di interazione tra inflazione e crescita salariale, svelando il ruolo cruciale delle retribuzioni nella propagazione degli shock al rialzo dei prezzi nell'area dell'euro.

Nel modello i salari contrattuali non sono determinati soltanto dalla crescita di lungo periodo della produttività e dal grado di capacità inutilizzata o tensione del mercato del lavoro, misurata dal rapporto tra posti vacanti e disoccupazione, bensì anche dagli shock dei prezzi, giacché gli accordi salariali rispecchiano la compensazione dell'inflazione sia attesa sia inattesa, al fine di recuperare e prevenire ulteriori perdite nei salari in termini reali derivanti dalle impennate inflazionistiche. A loro volta, i salari compaiono nella struttura dei costi delle imprese attraverso l'equazione dei prezzi del modello e vengono trasmessi gradualmente ai consumatori. Con l'impennata inflazionistica, la crescita dei salari contrattuali è aumentata in misura significativa: gli shock a seguito della pandemia hanno contribuito per circa 3 punti percentuali alla loro crescita, in particolare a causa dell'aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari, delle pressioni lungo le catene di

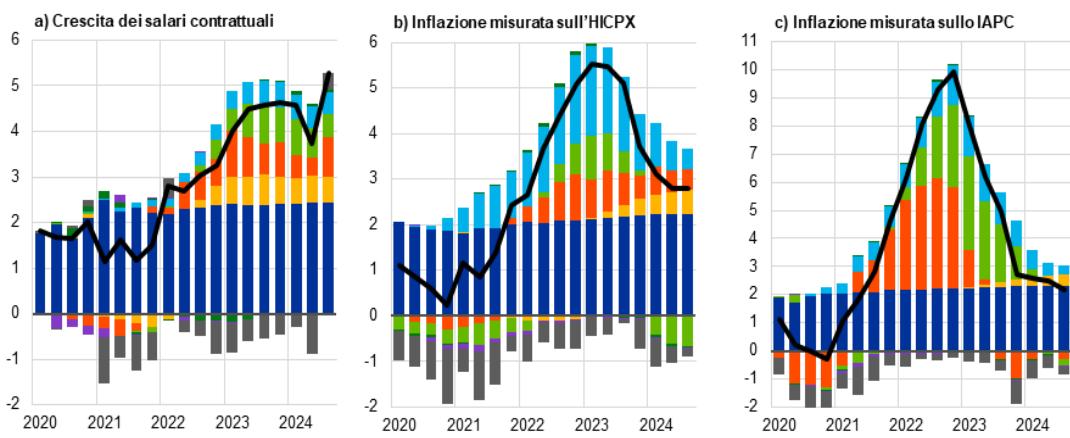
<sup>24</sup> Cfr. Bernanke, B.S. e Blanchard, O.J., "An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies", *NBER Working Papers*, n. 32532, National Bureau of Economic Research, maggio 2024; cfr. anche Arce, Ó. et al., op. cit.

approvvigionamento e, in una certa misura, del grado di tensione del mercato del lavoro (cfr. il grafico A).

### Grafico A

Fonti della crescita sul periodo corrispondente dei salari e dell'inflazione nell'area dell'euro

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



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base di Arce, Ó. et al., op. cit.

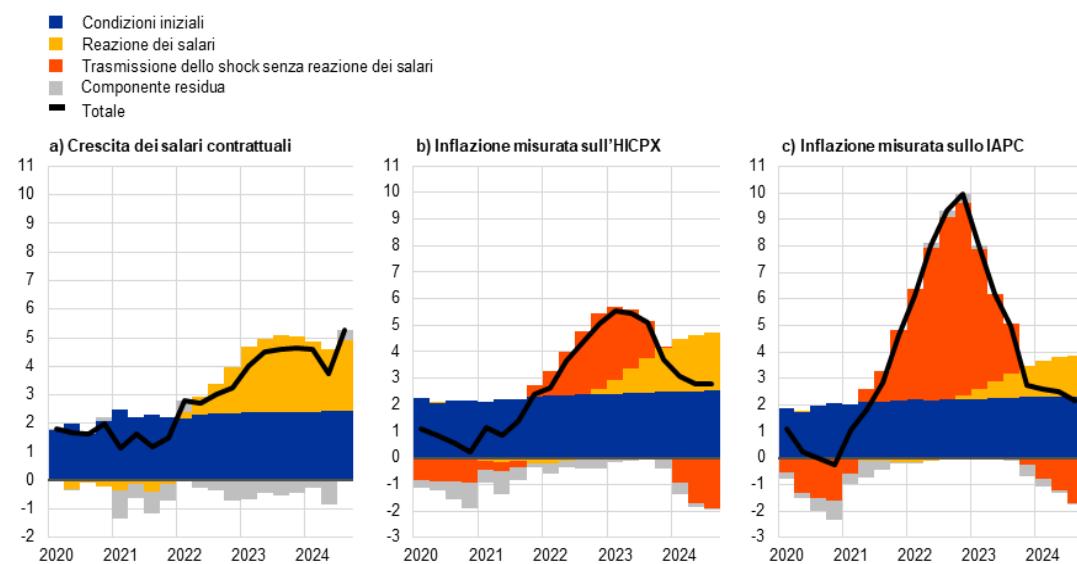
Nota: il grafico mostra la scomposizione delle fonti della crescita sul periodo corrispondente dei salari contrattuali, dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) e dell'inflazione misurata sullo IAPC sulla base della soluzione del modello completo e delle funzioni di risposta agli impulsi implicite.

Le scomposizioni nel tempo della crescita salariale dell'area dell'euro e il (sottostante) rialzo dei prezzi mostrano che la reazione dei salari agli shock a seguito della pandemia si è trasmessa in misura crescente ai prezzi a partire dal primo trimestre del 2022 (cfr. il grafico B). I risultati emersi sottolineano l'esistenza di un ritardo nella reazione della crescita salariale all'inflazione e, successivamente, anche di questa all'aumento dei salari. Ciò rispecchia il fatto che è necessario tempo perché le retribuzioni recuperino i rincari dei prezzi, a causa delle rigidità del mercato del lavoro, ma anche il fatto che le imprese sono caratterizzate da vischiosità dei prezzi e non trasmettono immediatamente le variazioni dei costi della manodopera ai consumatori. Tali risultati evidenziano la persistenza di una certa pressione al rialzo sull'inflazione derivante dalle dinamiche salariali: i passati shock relativi ai prezzi, seppure in attenuazione, fino al terzo trimestre del 2024 si trasmettevano ancora ai salari.

## Grafico B

### Impatti diretti e indiretti degli shock dei prezzi sull'inflazione ed effetti di secondo impatto tramite le retribuzioni

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



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base di Arce, Ó, et al., op. cit.

Note: il grafico mostra la scomposizione delle fonti della crescita sul periodo corrispondente dei salari contrattuali, dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) e dell'inflazione misurata sullo IAPC tra il primo trimestre del 2020 e il secondo trimestre del 2024 sulla base della soluzione del modello completo e delle funzioni di risposta agli impulsi implicite. I contributi derivanti dalla voce "Reazione dei salari" sono il risultato della differenza tra la simulazione dinamica e una simulazione dinamica controfattuale in cui i salari non hanno reagito agli shock dal primo trimestre del 2020.

Da quando gli shock inflazionistici hanno iniziato ad attenuarsi, il canale retributivo sta assumendo un ruolo sempre più rilevante nello spiegare gli andamenti dell'inflazione. È pertanto fondamentale tenere sotto osservazione la crescita salariale, al fine di valutare i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. In assenza di futuri shock significativi dei prezzi, la normalizzazione della crescita salariale sosterrà il ritorno dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento fissato dalla BCE.

## 5 Osservazioni conclusive

**Con il lento venir meno degli shock inconsueti degli ultimi anni, la crescita salariale si sta gradualmente attenuando.** La crescita salariale è un fattore importante che influenza le prospettive di inflazione ed è fondamentale comprenderne le determinanti. L'approccio della curva di Phillips dei salari aumentata indica che il recupero dei salari reali è la principale determinante della recente forte crescita delle retribuzioni, sostenuta da condizioni tese nei mercati del lavoro. Per contro, la crescita della produttività ha svolto un ruolo trascurabile. L'impatto inflazionario stimato riflette gli andamenti dell'inflazione passata e coglie, pur in modo imperfetto, il processo di recupero dei salari reali. Questo fattore si sta lentamente attenuando, come confermato anche dai dati granulari ricompresi nell'indice salariale della BCE, consentendo il rallentamento della crescita salariale, ulteriormente sostenuto da una domanda di lavoro in diminuzione. Nel contempo, il canale delle retribuzioni sta svolgendo un ruolo fondamentale nello spiegare

l'andamento dell'inflazione e, pertanto, il monitoraggio della dinamica salariale si conferma presidio importante.

### 3

## Fabbisogno di investimenti verdi nell'UE e relativo finanziamento

a cura di Malin Andersson, Petra Köhler-Ulbrich e Carolin Nerlich<sup>1</sup>

### 1 Introduzione

**La transizione ecologica verso un'economia climaticamente neutra è una sfida cruciale per l'UE e richiede ingenti investimenti fino al 2030 e oltre.** In Europa e altrove si registrano catastrofi legate al cambiamento climatico sempre più frequenti e gravi, che segnalano la necessità di importanti investimenti volti a decarbonizzare rapidamente l'economia e adattare l'UE a un clima in evoluzione. Le stime degli importi aggiuntivi che andrebbero investiti ogni anno fino alla fine di questo decennio nella spesa in conto capitale e nei beni di consumo durevoli a basse emissioni di anidride carbonica oscillano tra il 2,7 e il 3,7 per cento del PIL dell'UE nel 2023. Un ritardo nella decarbonizzazione, soprattutto a livello mondiale, farebbe ulteriormente aumentare i costi di transizione e di adattamento. Allo stesso tempo, una transizione verso un'economia a basse emissioni sostenuta dagli investimenti comporterà un cambiamento strutturale di ampio respiro, che inciderebbe sulla crescita e sui prezzi, nonché sul settore finanziario. Per tutte le ragioni esposte, come descritto nel presente articolo, la BCE segue con attenzione questi sviluppi<sup>2</sup>.

**La transizione ecologica richiederà ingenti quantità di finanziamenti.** Per conseguire gli obiettivi descritti, sarà fondamentale il contributo del settore privato al finanziamento degli investimenti verdi, anche alla luce degli attuali vincoli di finanza pubblica. Benché ci si attenda che i finanziamenti bancari apportino un contributo essenziale alla transizione ecologica, per sostenere meglio l'innovazione verde e le start-up i mercati dei capitali in Europa dovranno espandersi e integrarsi in misura maggiore. Il settore pubblico può svolgere un ruolo importante nel promuovere gli investimenti privati nella transizione ecologica contenendo i costi di finanziamento a carico dei debitori e riducendo il rischio (de-risking) delle attività di investimento verde pur nei limiti dello spazio fiscale disponibile.

**La sinergia tra riforme strutturali e buone condizioni per l'attività d'impresa è fondamentale per sostenere la transizione ecologica.** Tra gli ostacoli alla transizione ecologica figurano la limitata disponibilità di personale qualificato nel settore delle tecnologie pulite e sostenibili, le sfide legate alla creazione di imprese verdi e l'incertezza relativa alle strategie future in materia di clima. Le politiche pubbliche dovrebbero puntare a rimuovere le rigidità strutturali, migliorare l'efficienza regolamentare e amministrativa e promuovere l'innovazione ecologica. Le riforme

<sup>1</sup> Con la collaborazione di Laurent Abraham, Krzysztof Bańkowski, Tina Emambakhsh, Annalisa Ferrando, Charlotte Grynberg, Johannes Groß, Lucia Hoendervangers, Vasileios Kostakis, Daphne Momferatou, Carlo Pasqua, Matthias Rau-Goehring, Erzsebet-Judit Rariga, Desislava Rusinova, Ralph Setzer, Martina Spaggiari, Fabio Tamburini, Josep Maria Vendrell Simon e Francesca Vinci.

<sup>2</sup> Il tema "investimenti verdi e relativo finanziamento" è stato individuato come una delle principali aree di intervento nel [piano sul clima e sulla natura 2024-2025](#) pubblicato a gennaio 2024.

strutturali possono incentivare le imprese, le famiglie e gli investitori a intensificare le attività di investimento verde.

**In questo scenario, il presente articolo valuta il fabbisogno di investimenti verdi nell'UE e le relative possibilità di finanziamento.** La sezione 2 esamina un insieme di stime del fabbisogno di investimenti verdi elaborate da diversi enti. La sezione 3 approfondisce il ruolo del settore privato, in particolare delle banche, nel finanziamento della transizione ecologica, nonché il ruolo del settore pubblico nel sostegno agli investimenti verdi. La sezione 4 passa in rassegna i principali ostacoli alla transizione ecologica e le opzioni sul piano delle politiche per affrontarli. La sezione 5 espone le osservazioni conclusive<sup>3</sup>.

## 2 Stime del fabbisogno di investimenti verdi

**Nei prossimi decenni l'UE avrà bisogno di investimenti considerevoli per consentire la transizione ecologica, ridurre entro il 2030 le emissioni di gas a effetto serra del 55 per cento rispetto ai livelli del 1990 e conseguire entro il 2050 l'azzeramento delle emissioni nette.** Secondo un'analisi della Commissione europea, nel periodo tra il 2011 e il 2020, nell'UE sono stati investiti in media 764 miliardi di euro ogni anno per ridurre le emissioni di gas serra (cfr. il pannello a del grafico 1). Si tratta di circa il 5,1 per cento del PIL dell'UE nel 2023.

Per raggiungere l'obiettivo del 2030, la Commissione stima che ogni anno saranno necessari ulteriori 477 miliardi di euro di investimenti verdi, pari al 3,2 per cento del PIL nel 2023<sup>4</sup>. In totale, il fabbisogno complessivo di investimenti verdi è pari a circa 1.200 miliardi di euro annui, equivalente all'8,3 per cento del PIL nel 2023. La definizione di investimenti verdi qui utilizzata è più ampia di quella impiegata nell'ambito degli investimenti fissi lordi nelle contabilità nazionali, in quanto include i beni di consumo durevoli a basse emissioni di anidride carbonica come i veicoli elettrici. È importante sottolineare che una parte significativa di questi investimenti, come illustrato più avanti, non è tanto aggiuntiva quanto sostitutiva dei beni di investimento e degli acquisti di beni durevoli che non sono considerati "verdi". Ad esempio, gli acquisti di autovetture elettriche sostituiranno quelli di veicoli con motore a combustione. Lo stesso vale per l'installazione di nuovi sistemi di riscaldamento domestico.

<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli si rimanda a Nerlich, C., Köhler-Ulbrich, P. e Andersson, M., et al., "Investing in Europe's green future – Green investment needs, outlook and obstacles for funding the gap", *Occasional Paper Series*, n. 367, BCE, gennaio 2024.

<sup>4</sup> Cfr. "Investment needs assessment and funding availabilities to strengthen EU's Net-Zero technology manufacturing capacity", *Commission Staff Working Document*, Commissione europea, 2023. Gli investimenti necessari a finanziare anche il piano RePowerEU, la normativa sull'industria a zero emissioni nette e gli obiettivi ambientali ammonterebbero a circa 620 miliardi di euro all'anno; cfr. "Relazione di previsione strategica 2023", Commissione europea, 2023.

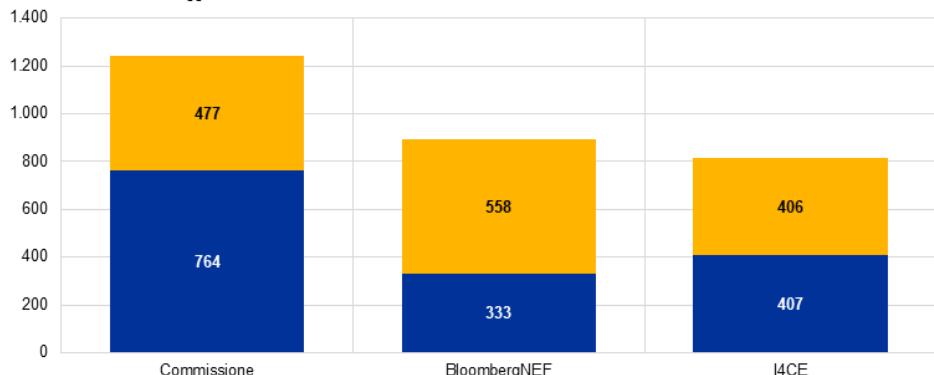
## Grafico 1

### Stime del fabbisogno annuo totale di investimenti verdi nell'UE

#### a) Stime del fabbisogno totale di investimenti verdi

(miliardi di euro, importi annui entro il 2030)

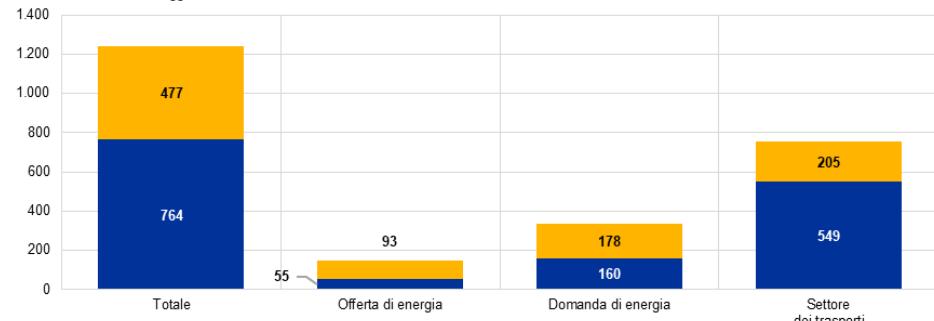
- Investimenti storici annui
- Investimenti aggiuntivi annui



#### b) Stime della Commissione europea per categoria

(miliardi di euro, importi annui entro il 2030)

- Investimenti storici annui
- Investimenti aggiuntivi annui



Fonti: Commissione europea, BloombergNEF, Institute for Climate Economics (I4CE) ed elaborazioni della BCE.

Note: le stime relative agli investimenti aggiuntivi riflettono il fabbisogno annuo fino al 2030, supplementare rispetto agli investimenti passati, necessario a conseguire gli obiettivi del Green Deal per il 2030. Il fabbisogno totale di investimenti verdi è pari alla somma degli investimenti storici e aggiuntivi nell'UE. Il pannello a) mostra le stime relative al fabbisogno annuo di investimenti verdi fino al 2030 elaborate dai vari enti. Gli investimenti storici si riferiscono alle medie annue: Commissione europea (2011-2020), BloombergNEF (2023) e I4CE (2022). La stima di BloombergNEF è corretta per gli investimenti in combustibili fossili. Per quanto riguarda BloombergNEF, il dato relativo agli investimenti storici è riferito all'UE-27, mentre la stima del fabbisogno di investimenti aggiuntivi include l'UE-27 insieme alla Norvegia e alla Svizzera, data l'indisponibilità di una media UE. Il pannello b) mostra le stime relative al fabbisogno di investimenti verdi elaborate dalla Commissione europea. Gli investimenti storici si riferiscono al periodo 2011-2020.

**Le stime del fabbisogno di investimenti verdi variano tra i diversi enti, sia per gli investimenti totali sia per gli importi aggiuntivi necessari.** Rispetto a quelli della Commissione europea, i volumi relativi al fabbisogno totale di investimenti verdi presentati dagli altri enti sono considerevolmente più ridotti, principalmente a causa di stime storiche inferiori (cfr. il pannello a) del grafico 1). Le stime del fabbisogno di investimenti verdi aggiuntivi, ossia degli importi necessari ogni anno oltre al rinnovo degli investimenti passati, variano tra 558 miliardi di euro secondo BloombergNEF (BNEF) e circa 400 miliardi secondo l'Institute for Climate Economics (I4CE) fino al 2030. Ciò implica che ogni anno, fino alla fine di questo decennio, saranno necessari investimenti verdi aggiuntivi compresi tra il 2,7 e il 3,7 per cento del PIL dell'UE nel

2023. Poiché le valutazioni del fabbisogno di investimenti verdi comportano un elevato grado di incertezza, la maggior parte degli studi contempla più scenari<sup>5</sup>.

**Le variazioni sono principalmente attribuibili a differenze nella copertura e nella definizione dei settori, così come nelle metodologie sottostanti.** Le stime variano a seconda che siano presi in considerazione tutti i costi degli investimenti verdi o solo i costi aggiuntivi rispetto alle tecnologie preesistenti. Ad esempio, le stime per il settore dei trasporti elaborate dalla Commissione europea e dall'I4CE includono tutti i costi di produzione dei veicoli elettrici. Le stime, inoltre, dipendono dalla copertura e dalla definizione dei settori considerati. BNEF, ad esempio, include gli investimenti in idrogeno, nucleare, cattura del carbonio e trasporto marittimo. Anche le stime degli investimenti necessari per incrementare l'efficienza energetica degli edifici variano in misura notevole tra i diversi enti e alcuni di essi escludono dalle stime il settore delle costruzioni.

**Dall'esame delle stime settoriali emerge che il fabbisogno di investimenti varia in misura significativa tra settori.** Secondo la Commissione europea, in termini assoluti, la maggior parte degli investimenti è necessaria nel settore dei trasporti, la cui transizione verso la neutralità carbonica richiederebbe un totale di 754 miliardi di euro all'anno (cfr. il pannello b) del grafico 1). La quota di gran lunga maggiore, pari a circa l'80 per cento, riguarda gli investimenti nel trasporto su strada, che comprende il trasporto di passeggeri e l'infrastruttura di ricarica dei veicoli elettrici, ma anche il trasporto di merci. In termini relativi, invece, il maggior incremento di investimenti verdi sarà necessario nell'offerta di energia pulita. Rispetto alle medie storiche, per decarbonizzare l'offerta di energia gli investimenti in questo settore dovranno aumentare di circa 1,7 volte all'anno fino al 2030.

**Le stime relative al fabbisogno di investimenti verdi aggiuntivi possono essere considerate un limite inferiore in ragione degli investimenti inadeguati e della copertura solo selettiva dei settori.** Malgrado i recenti progressi, in Europa le attività di investimento verde sono state finora inferiori a quanto necessario ogni anno fino al 2030 per conseguire l'obiettivo di decarbonizzazione. Gli scostamenti sono stati particolarmente evidenti durante la pandemia. Per compensare gli importanti deficit rispetto ai livelli obiettivo, nei restanti anni fino al 2030 saranno necessari maggiori investimenti<sup>6</sup>. Se non fossero realizzati, un ritardo nella transizione ecologica comporterebbe costi di adattamento aggiuntivi<sup>7</sup>. Tra le possibili ragioni alla base di questi scostamenti figurano la scarsa accessibilità o gli elevati costi dei finanziamenti e politiche che non sostengono, o addirittura ostacolano,

<sup>5</sup> Le stime riportate nel grafico 1 riflettono lo scenario più ambizioso, volto al conseguimento degli obiettivi climatici fissati per il 2030. Per BNEF si tratta dello scenario *Net Zero*, secondo cui l'UE intensificherà il proprio impegno in favore delle tecnologie che riducono le emissioni con l'obiettivo di raggiungerne l'azzeramento entro il 2050. Cfr. *New Energy Outlook 2024*, BloombergNEF, maggio 2024. Le stime dell'AIE (non illustrate nel grafico 1) ipotizzano un fabbisogno di investimenti aggiuntivi notevolmente inferiore, in quanto includono soltanto i costi aggiuntivi rispetto a quelli delle tecnologie tradizionali.

<sup>6</sup> Ciò premesso, i progressi nell'innovazione verde e l'impatto favorevole degli investimenti verdi sulla crescita potenziale ridurranno gli investimenti aggiuntivi necessari per la transizione ecologica.

<sup>7</sup> "Adattamento" significa anticipare gli effetti avversi dei cambiamenti climatici e adottare misure adeguate per prevenire o ridurre al minimo i danni che possono causare oppure sfruttare le opportunità che possono presentarsi; cfr. "Qual è la differenza tra adattamento e mitigazione?", Agenzia europea dell'ambiente, 2024. Secondo la Banca mondiale (cfr. *Climate Adaptation Costing in a Changing World*, Gruppo della Banca Mondiale, 2024), i costi di adattamento ai cambiamenti climatici nell'UE sono stimati tra 15 e 64 miliardi di euro all'anno fino al 2030.

la transizione ecologica, come illustrato più avanti. Un altro motivo per cui le stime degli investimenti annui potrebbero sottostimare il fabbisogno effettivo riguarda la copertura settoriale. Come indicato in precedenza, alcune stime non includono l'intera gamma dei settori che saranno interessati dalla transizione ecologica. Nel complesso, ciò significa che le stime descritte dovrebbero essere considerate un limite inferiore.

### 3 Panorama dei finanziamenti per gli investimenti verdi

**La transizione ecologica richiede ingenti finanziamenti, in particolare da parte del settore privato, ma con il sostegno di quello pubblico.** La presente sezione esamina entrambe queste fonti di finanziamento.

#### Ruolo delle banche e dei mercati finanziari

**Ci si attende che le banche svolgano un ruolo cruciale nel finanziamento della transizione ecologica nell'area dell'euro.** La transizione ecologica richiede ingenti quantità di finanziamenti, che dovrebbero essere in gran parte forniti dal settore privato. Dal momento che i prestiti erogati dalle banche dell'area dell'euro rappresentano quasi il 60 per cento dello stock di debito delle società non finanziarie dell'area e oltre l'80 per cento dello stock di debito delle famiglie, le banche apportano un contributo fondamentale al finanziamento di quelle attività che comportano emissioni di anidride carbonica<sup>8</sup>. Ci si attende pertanto che le banche svolgano un ruolo importante nel finanziamento della transizione ecologica. La quantità di anidride carbonica emessa dalle società nell'area dell'euro che può essere collegata a finanziamenti delle banche dell'area ha registrato nel complesso una tendenza discendente tra il 2018 e il 2021, sebbene gli enti creditizi abbiano continuato a essere fortemente esposti alle emissioni delle imprese (cfr. il grafico 2)<sup>9</sup>. Tale esposizione varia notevolmente a seconda dei settori, ma è particolarmente elevata in quelli manifatturiero, energetico e dei trasporti, evidenziando le sfide che questi settori dovranno ancora affrontare nella transizione ecologica.

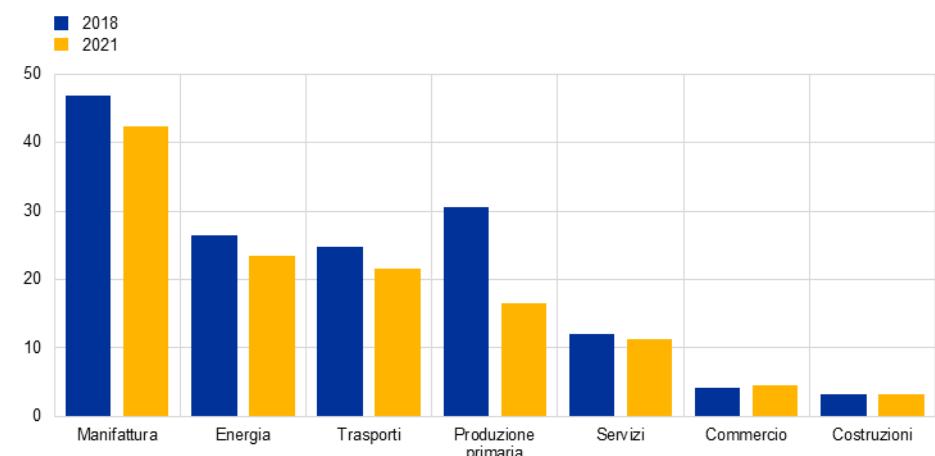
<sup>8</sup> Per debito delle società non finanziarie dell'area dell'euro si intendono i prestiti ricevuti dalle banche dell'area, i prestiti ottenuti dalle istituzioni finanziarie non bancarie e del resto del mondo, nonché i titoli di debito emessi dalle società non finanziarie. Per debito delle famiglie dell'area dell'euro si intende il totale dei prestiti concessi da banche dell'area, istituzioni finanziarie non bancarie e altri soggetti (amministrazioni pubbliche, imprese, famiglie e resto del mondo).

<sup>9</sup> Per una spiegazione dettagliata degli indicatori analitici relativi alle emissioni di anidride carbonica e dei loro limiti, cfr. gli [indicatori analitici sulle emissioni di anidride carbonica](#) pubblicati sul sito Internet della BCE. Cfr., inoltre, Statistics Committee Expert Group on Climate Change e Statistics and Working Group on Securities Statistics, “[Climate change-related statistical indicators](#)”, *Statistics Paper Series*, n. 48, BCE, aprile 2024.

**Grafico 2**

Scomposizione per settore delle emissioni di anidride carbonica delle imprese che possono essere collegate a finanziamenti delle banche dell'area dell'euro

(milioni di tonnellate di emissioni di tipo 1, a livello di singolo ente)



Fonti: BCE (AnaCredit, RIAD), elaborazioni del SEBC, Commissione europea ed Eurostat.

Note: le barre si riferiscono all'indicatore della BCE relativo alle emissioni finanziarie; esso mostra le emissioni di anidride carbonica delle imprese nell'area dell'euro che possono essere collegate a finanziamenti erogati dalle banche dell'area. La classificazione dei settori segue la NACE Rev. 2. Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al 2021.

**Le banche tengono in considerazione i rischi climatici, in termini sia di rischi di transizione sia di rischi fisici, nelle condizioni che applicano alla concessione del credito.** Nell'[indagine sul credito bancario nell'area dell'euro](#) di luglio 2024, in risposta a uno specifico quesito sulle questioni climatiche, le banche hanno dichiarato di concedere uno sconto legato al clima alle imprese a basse emissioni di anidride carbonica e a quelle che dimostrano significativi progressi nella loro transizione ecologica (cfr. il pannello a) del grafico 3). Per contro, alle imprese a elevate emissioni che finora potrebbero aver rinviato l'elaborazione di un piano credibile di transizione o hanno compiuto pochi progressi al riguardo viene applicato un premio per il rischio climatico nelle condizioni di credito. Le banche possono inoltre respingere una richiesta di prestito qualora nutrano dubbi circa la sostenibilità del modello di attività di un'impresa o percepiscano un rischio superiore di insolvenza nel medio termine<sup>10</sup>. Ciò dimostra che le banche riconoscono il rischio di transizione delle imprese come un rischio di credito rilevante che determina un inasprimento delle condizioni per la concessione dei prestiti (cfr. il pannello b) del grafico 3). Inoltre, il finanziamento degli investimenti in tecnologie verdi innovative comporta in genere un rischio di credito più elevato e ciò rende il finanziamento più costoso. Gli enti creditizi valutano anche il rischio fisico di un'impresa, spesso legato alla sua ubicazione geografica, quale rischio rilevante nella valutazione del merito di credito legata al clima, in quanto può incidere sul valore delle garanzie e più in generale sul valore dell'impresa (cfr. le barre blu nel pannello b) del grafico 3). Le banche si attendono che la rilevanza di questi rischi climatici aumenti nel tempo (cfr. le barre gialle).

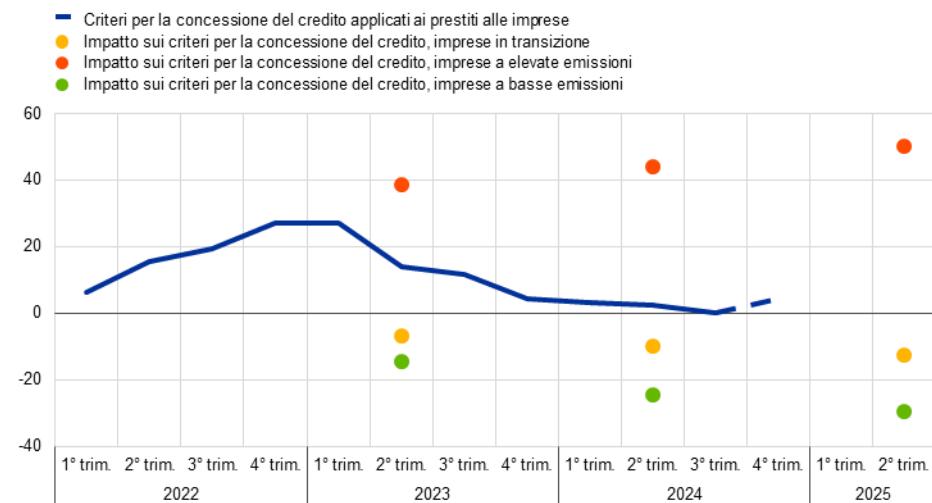
<sup>10</sup> Cfr. Altavilla, C., Boucinha, M., Pagano, M. e Polo, A., ["Climate Risk, Bank Lending and Monetary Policy"](#), *Discussion Paper*, DP18541, Centre for Economic Policy Research, ottobre 2023.

### Grafico 3

Variazioni dei criteri per la concessione del credito alle imprese e impatto del cambiamento climatico sulle condizioni del credito bancario e sulla domanda di prestiti

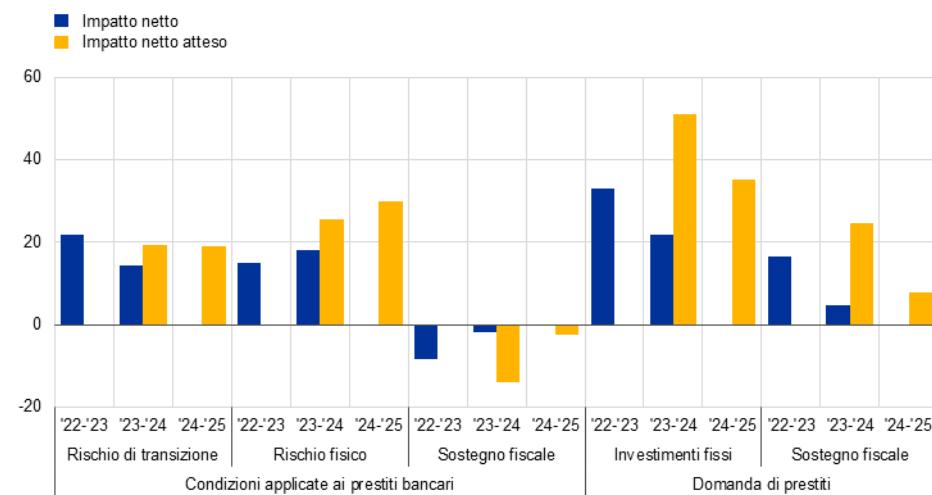
#### a) Variazioni dei criteri per la concessione del credito applicati dalle banche alle imprese e impatto del cambiamento climatico

(percentuali nette di banche)



#### b) Alcuni fattori legati al clima con impatto sulle condizioni per la concessione del credito e domanda di prestiti

(percentuali nette di banche)



Fonti: BCE (indagine sul credito bancario) ed elaborazioni della BCE.

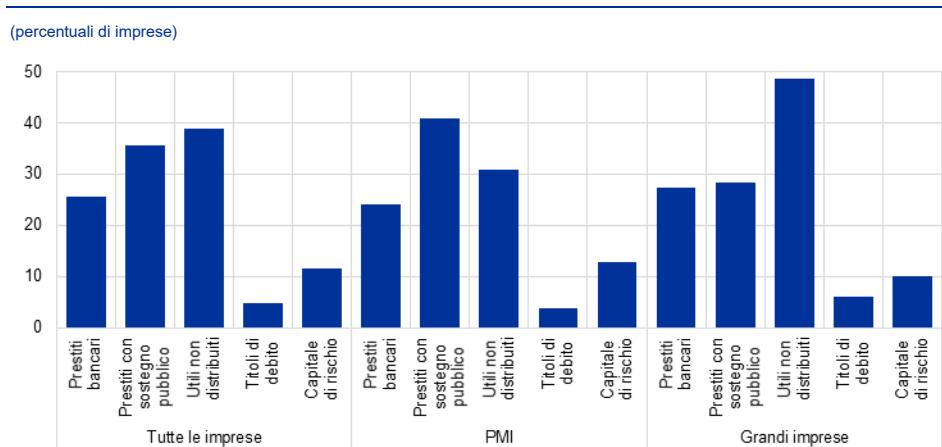
Note: nel pannello a) le percentuali nette sono definite come la differenza tra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito (linea blu) o un effetto restrittivo del cambiamento climatico (punti) e la quota di banche che segnalano un allentamento o un effetto di allentamento. La linea continua si riferisce ai valori effettivi nei tre mesi precedenti, mentre la parte tratteggiata della linea indica le aspettative delle banche per i tre mesi successivi. I punti si riferiscono ai valori effettivi nei dodici mesi precedenti, ad eccezione dell'ultimo punto che indica le aspettative delle banche per i dodici mesi successivi. Il pannello b) mostra i principali fattori attraverso i quali, secondo le banche intervistate, il cambiamento climatico contribuisce a un allentamento netto/calo netto (valori negativi) o a un irrigidimento netto/aumento netto (valori positivi) delle condizioni per la concessione del credito bancario/della domanda di prestiti alle imprese. Ciascun periodo va dal terzo trimestre del primo anno al secondo trimestre dell'anno successivo. Le barre blu mostrano i valori effettivi nei dodici mesi precedenti, mentre le barre gialle si riferiscono all'impatto netto atteso indicato dalle banche dodici mesi prima.

**Il sostegno fiscale legato al clima migliora la probabilità che un prestito venga approvato e mitiga i costi di finanziamento per le imprese, agevolando gli investimenti nella transizione ecologica.** Secondo le banche partecipanti

all'indagine sul credito bancario, le misure di sostegno fiscale legate al clima, ad esempio sotto forma di garanzie o sussidi statali, possono contribuire a ridurre l'esposizione delle banche ai rischi climatici, allentando così le condizioni per la concessione del credito e concorrendo a stimolare la domanda di prestiti (cfr. il pannello b) del grafico 3). Tuttavia, nell'indagine di luglio 2024 le banche hanno indicato che l'effettivo impatto positivo delle misure di sostegno fiscale legate al clima sulle condizioni del credito bancario nei dodici mesi precedenti (barre blu) è stato notevolmente inferiore rispetto a quanto si attendessero un anno prima (barre gialle). L'impatto positivo che il sostegno di bilancio può avere sulle decisioni di investimento verde delle imprese è confermato anche da queste ultime, in particolare da quelle piccole e medie (PMI). Nel contempo le grandi imprese segnalano soprattutto l'importante ruolo svolto dagli utili non distribuiti come fonte di finanziamento per gli investimenti verdi programmati, mentre il ruolo svolto dai mercati dei capitali è ancora di entità più modesta (cfr. il grafico 4)<sup>11</sup>.

#### Grafico 4

##### Piani delle imprese per il finanziamento degli investimenti verdi



Fonti: BCE e Commissione europea (indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento) ed elaborazioni della BCE.

Nota: le barre mostrano la quota di imprese che intendono utilizzare determinati tipi di finanziamento per gli investimenti in transizione ecologica su un orizzonte di cinque anni.

**I mercati finanziari possono contribuire ad accelerare la transizione ecologica, anche fornendo fondi per i progetti più rischiosi e l'innovazione verde, sebbene l'entità di questi segmenti di mercato sia ancora modesta.**

Il finanziamento sul mercato mediante l'emissione di titoli di debito sostenibili svolge ancora un ruolo soltanto limitato nell'area dell'euro, rappresentando circa il 7 per cento delle consistenze di tutti i titoli di debito emessi, con le obbligazioni verdi che costituiscono il segmento più ampio (cfr. il grafico 5)<sup>12</sup>. Benché la quota di mercato dei titoli di debito sostenibili sia rapidamente cresciuta negli ultimi anni, di recente la sua espansione ha registrato un qualche rallentamento, soprattutto per le obbligazioni legate alla sostenibilità (sustainability-linked bonds). Il ruolo svolto da

<sup>11</sup> Sulla base di un'edizione ad hoc dell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) svoltasi nel secondo trimestre del 2023. Cfr. il riquadro 5 *Cambiamento climatico e investimenti e finanziamenti verdi delle imprese dell'area dell'euro: risultati dall'indagine SAFE* nel numero 6/2023 di questo Bollettino.

<sup>12</sup> Cfr. gli [indicatori sulla finanza sostenibile](#) sperimentali pubblicati sul sito Internet della BCE.

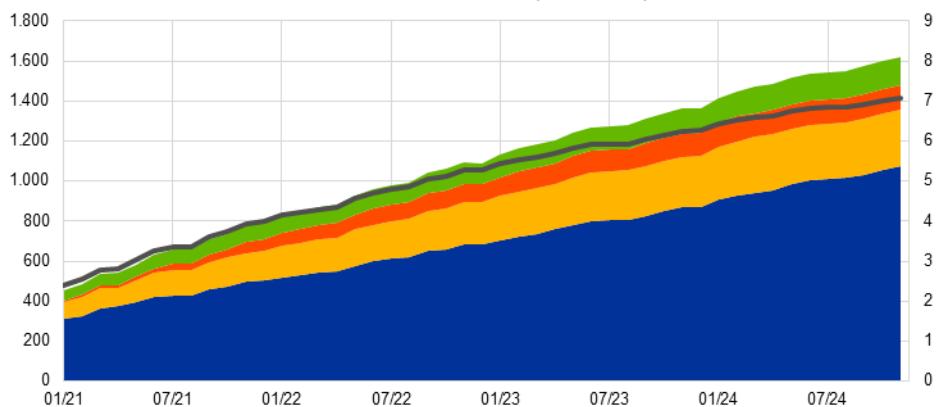
altre fonti di finanziamento basate sul mercato, come il private equity, nell'UE è soltanto marginale<sup>13</sup>.

### Grafico 5

#### Fonti del finanziamento sul mercato per segmento

(scala di sinistra: miliardi di euro, consistenze in essere al valore nominale; scala di destra: quota percentuale delle emissioni totali di titoli di debito nell'area dell'euro)

- Obbligazioni verdi
- Obbligazioni a impatto sociale
- Obbligazioni legate alla sostenibilità
- Obbligazioni per lo sviluppo sostenibile
- Quota delle emissioni totali di titoli di debito nell'area dell'euro (scala di destra)



Fonte: BCE (CSDB).

Note: per "quota delle emissioni totali" si intende l'ammontare di tutti i titoli sostenibili in percentuale del totale dei titoli di debito emessi nell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

### Ruolo dei finanziamenti pubblici

#### I finanziamenti privati devono essere sostenuti dall'azione del settore pubblico.

Il sostegno del settore pubblico può essere diretto, sotto forma di investimenti pubblici, o indiretto, sotto forma di sovvenzioni o garanzie statali.

Può incentivare gli investimenti verdi privati abbassando i costi di finanziamento dei debitori e riducendo i rischi legati alle attività di investimento verde sia per le imprese sia per i potenziali creditori. Aiutare il settore privato a investire nella transizione ecologica può essere particolarmente vantaggioso a causa dell'elevato livello di incertezza che caratterizza il tasso di rendimento connesso ai finanziamenti in innovazione e nuove tecnologie. Allo stesso tempo, i margini di bilancio per un sostegno ampio da parte del settore pubblico sono limitati dall'obbligo di preservare la sostenibilità dei conti pubblici in Europa.

#### A livello dell'UE i fondi pubblici stanno sostenendo la transizione ecologica;

il maggiore contributo proviene dal dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF). Per l'attuale esercizio finanziario

2021-2027 dell'UE è previsto che almeno il 30 per cento dell'insieme dei fondi del quadro finanziario pluriennale (QFP) e del programma Next Generation EU (NGEU) debbano contribuire agli obiettivi climatici<sup>14</sup>. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza, che è il fulcro del programma Next Generation EU, offre la quota

<sup>13</sup> Per maggiori dettagli, cfr. Nerlich, C. et al., op. cit.

<sup>14</sup> Il programma Next Generation EU è in vigore dal 2021 al 2026.

maggiore (276 miliardi di euro) dei fondi complessivamente messi a disposizione dalla Commissione europea per sostenere gli obiettivi climatici (658 miliardi di euro; cfr. il pannello a) del grafico 6)<sup>15</sup>. Ulteriori fondi pubblici sono forniti dalla Banca europea per gli investimenti (BEI), dalle entrate provenienti dal sistema dell'UE di scambio di quote di emissione (EU Emissions Trading System, EU ETS) e da iniziative politiche nazionali.

**La singola quota più ampia dei fondi legati al clima ricompresi nel dispositivo per la ripresa e la resilienza è destinata alle imprese, ma finora il tasso di assorbimento di tali fondi è stato contenuto (cfr. il pannello b) del grafico 6).**

Le misure di sostegno offerte alle imprese, pari al 43 per cento dei fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza legati al clima, consistono principalmente in sussidi e crediti d'imposta volti a promuovere investimenti verdi in ambiti quali le infrastrutture energetiche, i veicoli elettrici aziendali e una maggiore efficienza energetica degli edifici. Finora, tuttavia, il tasso di assorbimento di questi fondi è stato generalmente ridotto<sup>16</sup>. A metà del 2024 era stato erogato solo il 20 per cento (circa 55 miliardi di euro) dei fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza legati al clima, mentre il resto era ancora disponibile per essere speso fino alla fine del 2026. Il basso tasso di assorbimento potrebbe in parte dipendere dalle strozzature causate da competenze amministrative insufficienti e da strutture di governance complesse. La natura del dispositivo per la ripresa e la resilienza basata sui risultati implica che il sostegno finanziario non venga fornito fino al conseguimento di traguardi e obiettivi predefiniti. Per contro, alla fine del 2023 era stato erogato ben il 40 per cento (circa 150 miliardi di euro) dei fondi per il clima impegnati nell'ambito dell'attuale quadro finanziario pluriennale.

**I fondi UE disponibili sono in grado di soddisfare ampiamente il fabbisogno di investimenti pubblici verdi fino al 2026, ma potrebbe emergere un deficit di finanziamenti pubblici verdi alla scadenza del dispositivo per la ripresa e la resilienza.** Non è stato ancora stabilito alcun benchmark per determinare il ruolo ottimale del settore pubblico nella mitigazione del cambiamento climatico. Ciò detto, una stima ampia della quota pubblica del fabbisogno di investimenti aggiuntivi può essere ricavata dalla quota ponderata degli investimenti pubblici di ciascun settore<sup>17</sup>. Da questo esercizio stilizzato emerge che la quota complessiva a carico del settore pubblico è pari a circa il 17 per cento del fabbisogno di investimenti aggiuntivi legati al clima nel periodo 2021-2030, ossia circa 83 miliardi di euro l'anno<sup>18</sup>. Rispetto ai

<sup>15</sup> Nell'ambito del quadro finanziario pluriennale, la politica regionale finanzia i progetti a sostegno degli obiettivi climatici che favoriscono gli investimenti nell'efficientamento energetico degli edifici e nella mobilità urbana sostenibile. È possibile attendersi che essi attraggano investimenti pubblici e privati a livello regionale, in parte alla luce degli obblighi di cofinanziamento.

<sup>16</sup> Cfr. anche Bańkowski, K. et al., "Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?", *Occasional Paper Series*, n. 362, BCE, dicembre 2024, e l'articolo 3 *Quattro anni del programma Next Generation EU: una valutazione preliminare aggiornata del suo impatto economico* nel numero 8/2024 di questo Bollettino.

<sup>17</sup> Le quote degli investimenti pubblici per ciascun settore sono ricavate dalle stime presenti in letteratura e, ove disponibili, basate sulle medie storiche. Tali quote oscillano tra il 5 e il 30 per cento. Per ulteriori informazioni sui calcoli sottostanti, cfr. Nerlich, C. et al., op. cit.

<sup>18</sup> Il calcolo è basato sulla stima della Commissione europea secondo cui sono necessari 477 miliardi di euro all'anno di investimenti verdi aggiuntivi fino al 2030. La quota del settore pubblico sarebbe un po' più elevata se si considerassero misure più ampie del fabbisogno di investimenti verdi, includendo anche la tutela dell'ambiente. Cfr. anche Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Hoendervangers, L. e Nerlich, C., "Mind the gap: Europe's strategic investment needs and how to support them", *Il Blog della BCE*, 27 giugno 2024.

fondi UE disponibili e ipotizzando l'integrale erogazione dei fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza entro la fine del 2026, il deficit di finanziamenti pubblici verdi sarebbe limitato a una media di 20 miliardi di euro annui (pari a circa il 24 per cento del fabbisogno di finanziamenti pubblici) tra il 2025 e il 2030. Tale risultato è tuttavia sensibile alle ipotesi sottostanti, in particolare al pieno utilizzo della dotazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza. Dopo la scadenza di quest'ultimo, alla fine del 2026, è probabile che il deficit di finanziamenti pubblici verdi diventi significativamente più ampio (cfr. le barre verdi nel pannello b) del grafico 6). Nondimeno, i limitati fondi UE dopo il 2026 potrebbero ridurre la capacità del settore pubblico di attrarre investimenti privati<sup>19</sup>.

---

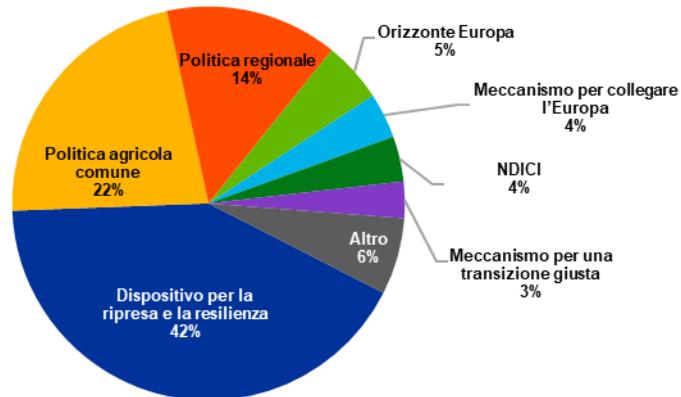
<sup>19</sup> Ciò vale anche se si tiene conto dei proventi del Fondo sociale per il clima, dell'estensione dell'attuale sistema di scambio di quote di emissione (ETS) e dell'introduzione del nuovo sistema (ETS2), che comprenderà le emissioni prodotte dai combustibili per il riscaldamento e dai carburanti per il trasporto.

## Grafico 6

Fondi pubblici dell'UE per la transizione ecologica e deficit di finanziamenti pubblici verdi

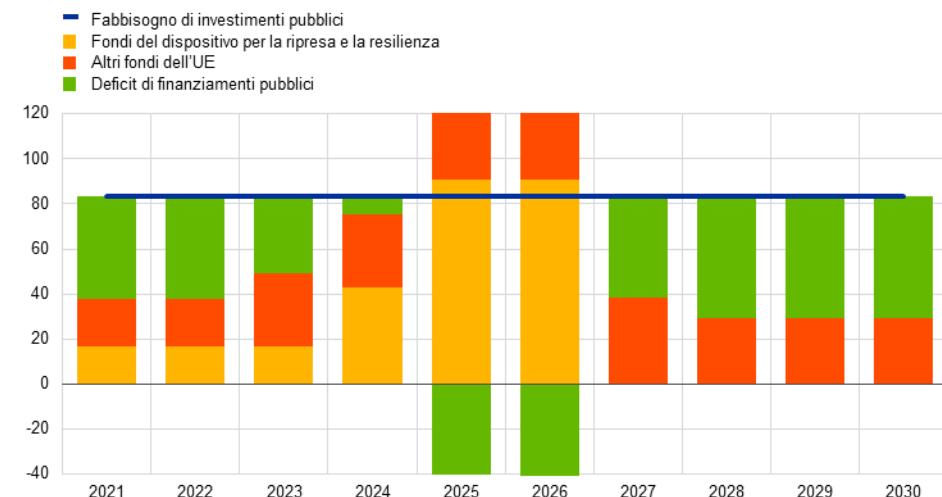
a) Dotazioni del quadro finanziario pluriennale e del Next Generation EU che contribuiscono agli obiettivi climatici, per programma

(quote della dotazione totale destinata agli obiettivi climatici)



b) Deficit annuo di finanziamenti pubblici verdi nel corso del tempo

(miliardi di euro, 2021-2030)



Fonti: pannello a): Commissione europea ed elaborazioni della BCE; pannello b): Commissione europea, BEI ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a), il dispositivo per la ripresa è il fulcro del programma Next Generation EU. Tutti gli strumenti diversi dal dispositivo per la ripresa e la resilienza fanno parte del quadro finanziario pluriennale. La sigla "NDICI" indica lo strumento di vicinato, cooperazione allo sviluppo e cooperazione internazionale – Europa globale. La voce "Altro" comprende tutti i dispositivi che contribuiscono per meno di 10 miliardi di euro all'integrazione delle questioni climatiche, come InvestEU. Nel pannello b), il finanziamento pubblico del fabbisogno di investimenti aggiuntivi di 477 miliardi di euro annui è ripartito tra fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza, altri fondi dell'UE e deficit di finanziamenti pubblici. Si ipotizza che le dotazioni per il bilancio dell'UE (quadro finanziario pluriennale) e per InvestEU rimangano costanti fino al 2030. Il dispositivo per la ripresa e la resilienza scade alla fine del 2026, quando entrerà in vigore il Fondo sociale per il clima. Sono inclusi i fondi della BEI. Non sono compresi i finanziamenti nazionali. La linea blu orizzontale mostra il fabbisogno medio di investimenti pubblici verdi. Il deficit di finanziamenti pubblici (barre verdi) è considerato negativo nel periodo 2024-2026, in quanto i fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza (ipotizzandone il pieno assorbimento) e gli altri fondi dell'UE dovrebbero superare il fabbisogno di investimenti pubblici. Gli ultimi aggiornamenti si riferiscono a dicembre 2024.

## 4 Possibili politiche di sostegno agli investimenti verdi

**Anche le riforme strutturali svolgeranno un ruolo importante nel sostenere la transizione verso un'economia neutrale dal punto di vista climatico.**

La transizione ecologica richiede un quadro istituzionale e riforme strutturali che consentano la riallocazione delle risorse dalle attività a elevate emissioni di anidride carbonica a quelle a basse emissioni, incentivino l'innovazione verde e nuovi modelli imprenditoriali e creino un contesto favorevole per l'utilizzo e la diffusione di tecnologie a basse emissioni.

**Tuttavia, da una recente indagine condotta dall'Ufficio europeo dei brevetti (UEB) e dalla BEI sono emerse rilevanti barriere strutturali agli investimenti verdi, come, ad esempio, le maggiori difficoltà legate alla disponibilità di finanziamenti rispetto agli investimenti in generale delle imprese<sup>20</sup>.** Circa il 30 per cento delle imprese operanti nel settore delle tecnologie pulite ha dichiarato che il principale ostacolo agli investimenti è rappresentato dai problemi legati alla disponibilità di finanziamenti<sup>21</sup>. Si tratta di una percentuale doppia rispetto a quella emersa dal più ampio insieme di imprese non finanziarie intervistate nell'ambito dell'indagine sugli investimenti, più estesa, condotta dalla BEI (cfr. il grafico 7)<sup>22</sup>. La carenza di competenze e gli ostacoli normativi, tra cui le diverse e complesse regolamentazioni dei paesi dell'Unione, costituiscono sfide rilevanti per le imprese. Altri ostacoli includono le difficoltà nell'intercettare la domanda di nuovi prodotti e servizi, nonché i costi elevati e le complessità legate alla ricerca e alle trattative con i partner commerciali. Per sostenere gli investimenti verdi sono fondamentali misure volte a migliorare la qualità dell'istruzione, a promuovere l'aggiornamento professionale e la riqualificazione delle forze di lavoro, nonché a stimolare la mobilità dei lavoratori verso i settori verdi<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Cfr. UEB/BEI, *Financing and commercialisation of cleantech innovation*, 2024.

<sup>21</sup> L'indagine Cleantech è un'iniziativa congiunta dell'UEB e della BEI volta ad analizzare le tendenze dell'innovazione nel settore delle tecnologie pulite. L'indagine è condotta tra i richiedenti e i proprietari di brevetti europei in tale ambito e mira a fornire informazioni sugli sviluppi, le tendenze e le sfide più recenti in questo settore. Si ringrazia per l'accesso ai dati sottostanti utilizzati nell'analisi e nei grafici della presente sezione.

<sup>22</sup> L'indagine annuale del gruppo BEI sugli investimenti e il finanziamento agli investimenti (EIBIS) è un'indagine a livello di UE sulle attività di investimento sia delle piccole imprese (con un numero di dipendenti compreso tra 5 e 250) sia delle imprese più grandi (con più di 250 dipendenti), sulle relative esigenze di finanziamento e sulle difficoltà cui devono far fronte. L'indagine raccoglie dati provenienti da circa 13.300 imprese dell'UE, del Regno Unito e degli Stati Uniti.

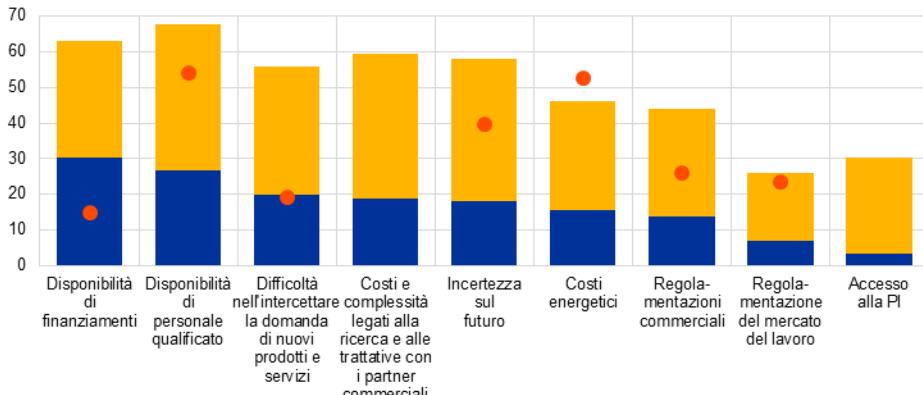
<sup>23</sup> Cfr. Letta, E., *Much more than a market – Speed, security, solidarity*, Commissione europea, 2024.

**Grafico 7**

Ostacoli alle attività imprenditoriali connesse alle tecnologie pulite e sostenibili nell'UE

(percentuali di imprese)

- Ostacolo rilevante (Cleantech)
- Ostacolo secondario (Cleantech)
- Ostacolo rilevante (indagine EIBIS, più estesa)



Fonti: UEB/BEI (indagine Cleantech) e BEI (indagine EIBIS).

Note: l'indagine EIBIS non comprende informazioni sui costi e sulla complessità legati alla ricerca e alle trattative con i partner commerciali o sull'accesso alla proprietà intellettuale (PI). Per maggiori dettagli riguardanti l'indagine Cleantech, cfr. UEB/BEI, op. cit.

**Il rapporto a cura di Mario Draghi, pubblicato di recente, mette in evidenza il ruolo fondamentale che la semplificazione e l'armonizzazione delle normative, a livello nazionale e dell'UE, possono svolgere nel sostenere l'innovazione e l'espansione delle imprese dell'Unione<sup>24</sup>.** Tale obiettivo potrebbe essere raggiunto istituendo uno status di società innovativa europea (European Innovative Company, EIC), che consentirebbe, ad esempio, alle imprese dell'UE di operare nell'ambito di un insieme limitato e armonizzato di obblighi giuridici in materia di diritto societario, procedure di insolvenza e alcuni aspetti fondamentali di diritto del lavoro e tributario<sup>25</sup>.

**La tassazione delle emissioni di anidride carbonica, generalmente considerata la misura più efficiente per incentivare gli investimenti privati nella transizione ecologica, dovrebbe aumentare<sup>26</sup>.** In Europa, il sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE (EU ETS) funziona indirettamente come una tassa sulle emissioni di anidride carbonica, il cui prezzo è determinato dalle aste dei permessi di

<sup>24</sup> Cfr. *The future of European competitiveness – Part A*, Commissione europea, settembre 2024.

Secondo il rapporto “[...] le imprese innovative che intendono ampliarsi in Europa sono ostacolate in ogni fase da regolamentazioni incoerenti e restrittive. [...] L'effetto netto di tale onere normativo è che solo le imprese più grandi, che spesso non hanno sede nell'UE, dispongono della capacità finanziaria e dell'incentivo per sostenere i costi legati all'adempimento degli obblighi. Le imprese tecnologiche innovative giovani potrebbero scegliere di non operare affatto nell'UE” (traduzione non ufficiale).

<sup>25</sup> Cfr. *The future of European competitiveness – Part B*, Commissione europea, settembre 2024, pag. 254.

<sup>26</sup> Cfr. anche l'analisi presentata nell'articolo 1 *Politiche di bilancio per l'attenuazione degli effetti dei cambiamenti climatici nell'area dell'euro* nel numero 6/2022 di questo Bollettino e Aghion, P. et al., “Carbon Taxes, Path Dependency, and Directed Technical Change, Evidence from the Auto Industry”, *Journal of Political Economy*, vol. 124, numero 1, 2016, pagg. 1-51. Käenzig trova evidenza empirica che un aumento dei prezzi del carbonio stimola l'innovazione verde, misurata in termini di depositi di brevetti a basse emissioni; cfr. Käenzig, D.R., “The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing”, *NBER Working Papers*, n. 31221, NBER, 2023. Le ricerche condotte dagli esperti della BCE sottolineano l'importante ruolo complementare delle riforme e delle normative, nonché delle sovvenzioni dirette alle attività di ricerca e sviluppo in ambito ambientale; cfr. Benatti, N. et al., “The impact of environmental regulation on clean innovation”, *Working Paper Series*, n. 2946, BCE, 2024.

emissione. Nel 2027 sarà introdotto un nuovo sistema, EU ETS2, che includerà le emissioni prodotte dal riscaldamento degli edifici e dai trasporti<sup>27</sup>. Inoltre, in diversi Stati membri dell'UE sono in vigore tasse esplicite sulle emissioni di anidride carbonica, sebbene spesso queste prevedano una base imponibile e un'aliquota fiscale limitate. L'aliquota effettiva della tassazione delle emissioni di anidride carbonica, che comprende i prezzi del sistema EU ETS, le imposte effettive sulle emissioni e le accise sui carburanti, è ancora ben al di sotto di quella che sarebbe necessaria per conseguire l'obiettivo di riduzione delle emissioni entro il 2030 in assenza di altre misure<sup>28</sup>.

**Infine, è essenziale far progredire l'unione dei mercati dei capitali anche ai fini della transizione verde.** Mercati di venture capital più sofisticati agevolerebbero l'accesso al capitale di rischio e la crescita delle imprese innovative dell'UE. Inoltre, prodotti di risparmio ben concepiti contribuirebbero a convogliare i risparmi europei verso investimenti a più lungo termine e con rendimenti più elevati<sup>29</sup>. In particolare, i brevetti svolgono un ruolo importante nell'attrarre finanziamenti di venture capital e fungono da garanzia del debito<sup>30</sup>. Le imperfezioni del mercato dei capitali, come l'asimmetria informativa, potrebbero scoraggiare gli investitori dal convogliare fondi verso le attività di ricerca e sviluppo verdi. I brevetti possono attenuare tali vincoli di finanziamento fornendo segnali rilevanti in sede di valutazione delle prospettive delle giovani imprese<sup>31</sup>. Per migliorare il suo ruolo nell'innovazione nel settore delle tecnologie pulite, è essenziale che l'Europa sfrutti appieno i vantaggi del mercato unico e affronti la frammentazione in ambito normativo.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo esamina il fabbisogno di investimenti verdi nell'UE fino al 2030, le relative modalità di finanziamento e le possibili misure di sostegno alla transizione ecologica.** Un messaggio chiave è che, in aggiunta a quanto è già stato speso, nell'UE sono necessari investimenti verdi considerevoli: fino al 3,7 per cento del PIL nel 2023 ogni anno. Inoltre, le banche, che svolgono un ruolo fondamentale per il finanziamento dell'economia europea, hanno iniziato a considerare i rischi climatici nelle proprie attività di prestito. Per contro, i finanziamenti verdi attraverso i mercati finanziari (dalle obbligazioni verdi al capitale

<sup>27</sup> Cfr. il riquadro 2 “[Valutazione dell'impatto delle politiche di transizione connesse ai cambiamenti climatici sulla crescita e sull'inflazione](#)”, *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema*, dicembre 2024.

<sup>28</sup> Per conseguire l'obiettivo climatico dell'UE fissato per il 2030, tra le altre politiche in materia ambientale, quali le normative, sarebbe necessaria un'aliquota effettiva obiettivo pari a €120/tCO2, a fronte di una media UE di €72/tCO2 del 2021; cfr. “[Effective Carbon Rates 2023: Pricing Greenhouse Gas Emissions through Taxes and Emissions Trading](#)”, *OECD Series on Carbon Pricing and Energy Taxation*, OECD Publishing, novembre 2023.

<sup>29</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. Arampatzis, A.-S., Christie, R., Evrard, J., Parisi, L., Rouveyrol, C. e van Overbeek, F., “[Capital Markets Union: a deep dive – Five proposed measures to foster a single market for capital](#)”, *Occasional Paper Series*, BCE, (di prossima pubblicazione). Cfr. anche Lagarde, C., “[Convogliare il risparmio verso gli investimenti e l'innovazione in Europa](#)”, intervento in occasione della 34<sup>a</sup> conferenza bancaria europea *Out of the Comfort Zone, Europe and the New World Order*, 22 novembre 2024.

<sup>30</sup> Cfr. l'articolo 1 *Competitività europea: il ruolo delle istituzioni e le motivazioni per le riforme strutturali* in questo numero del Bollettino.

<sup>31</sup> Cfr. Bellucci, A., Fatica, S., Georgakaki, A., Gucciardi, G., Letout, S. e Pasimeni, F., “[Venture Capital Financing and Green Patenting](#)”, *Industry and Innovation*, vol. 30, n. 7, 2023, pagg. 947-983.

di rischio) sono in aumento, ma rimangono su livelli ancora modesti. Il settore pubblico può svolgere un ruolo importante per attrarre gli investimenti privati e mobilitare una maggiore quantità di finanziamenti privati a favore degli investimenti verdi. Tuttavia, ci si attende un significativo deficit di finanziamenti pubblici verdi a partire dal 2027, in seguito alla scadenza del dispositivo per la ripresa e la resilienza. Inoltre, le politiche strutturali sono essenziali per sostenere gli investimenti verdi e l'innovazione nelle tecnologie pulite, mentre una carenza di competenze in tale ambito e gli elevati oneri normativi sono percepiti come ostacoli. Infine, finanziare l'ingente fabbisogno di investimenti verdi, in parte a causa di carenze già presenti e del previsto deficit di finanziamenti pubblici a seguito della scadenza del dispositivo per la ripresa e la resilienza, rappresenterà una sfida. Per mobilitare fonti di finanziamento privato diverse dai prestiti bancari sarà fondamentale compiere ulteriori progressi verso la maggiore integrazione dei mercati dei capitali europei.

**Se si guarda oltre l'orizzonte temporale della transizione ecologica fissato per il 2030, secondo le stime disponibili il fabbisogno di investimenti necessario per raggiungere l'obiettivo della neutralità carbonica è ancora più elevato<sup>32</sup>.** Sebbene associate a un'incertezza ancora maggiore rispetto alle stime illustrate nel presente articolo, quelle relative al fabbisogno di investimenti per il periodo successivo al decennio attuale suggeriscono la necessità di accelerare ulteriormente le attività di investimento verde, sia a livello nazionale sia a livello dell'UE. Inoltre, gli investimenti per l'adattamento potrebbero rivelarsi ingenti, in particolare se gli effetti dei cambiamenti climatici diventeranno più pervasivi.

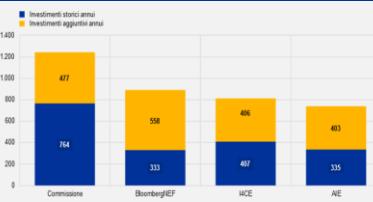
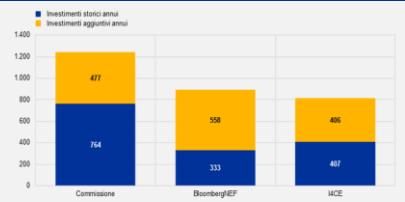
---

<sup>32</sup> Cfr. ["Securing our future – Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050 building a sustainable, just and prosperous society"](#), *Commission Staff Working Document*, SWD 63 final, febbraio 2024.

## Errata corige

*Poiché il fabbisogno di investimenti aggiuntivi ipotizzato dall'Agenzia internazionale per l'energia non era riportato correttamente, le relative stime sono state escluse dall'analisi e dal pannello a) del grafico 1. Tutte le successive correzioni sono dovute a tale modifica.*

*Data della modifica: 14 novembre 2025.*

Ubicazione	Versione originale	Versione corretta
<b>Grafico 1, pannello a)</b>		
<b>Grafico 1, fonti</b>	Commissione europea, BloombergNEF, Institute for Climate Economics (I4CE), Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ed elaborazioni della BCE.	Commissione europea, BloombergNEF, Institute for Climate Economics (I4CE) ed elaborazioni della BCE.
<b>Grafico 1, note</b>	Gli investimenti storici si riferiscono alle medie annue: Commissione europea (2011-2020), BloombergNEF (2023), e I4CE (2022) e AIE (2021-2023).	Gli investimenti storici si riferiscono alle medie annue: Commissione europea (2011-2020), BloombergNEF (2023) e I4CE (2022).
<b>Grafico 1, note</b>	Le stime dell'AIE e di BloombergNEF sono corrette per gli investimenti in combustibili fossili.	La stima di BloombergNEF è corretta per gli investimenti in combustibili fossili.
<b>Sezione 2</b>	Le stime del fabbisogno di investimenti verdi aggiuntivi, ossia degli importi necessari ogni anno oltre al rinnovo degli investimenti passati, variano tra 558 miliardi di euro secondo BloombergNEF (BNEF) e circa 400 miliardi secondo l'Agenzia internazionale per l'energia e l'Institute for Climate Economics (I4CE) fino al 2030.	Le stime del fabbisogno di investimenti verdi aggiuntivi, ossia degli importi necessari ogni anno oltre al rinnovo degli investimenti passati, variano tra 558 miliardi di euro secondo BloombergNEF (BNEF) e circa 400 miliardi secondo l'Institute for Climate Economics (I4CE) fino al 2030.
<b>Sezione 2, nota 5</b>	Per l'AIE lo scenario ambizioso ipotizza che l'obiettivo di riduzione delle emissioni dell'UE del 55 per cento entro il 2030 sarà conseguito.	[testo rimosso]
<b>Sezione 2, nota 5</b>	Cfr. <i>New Energy Outlook 2024</i> , BloombergNEF, maggio 2024, e <i>World Energy Investment 2024</i> , AIE, giugno 2024.	Cfr. <i>New Energy Outlook 2024</i> , BloombergNEF, maggio 2024.
<b>Sezione 2, nota 5</b>		Le stime dell'AIE (non illustrate nel grafico 1) ipotizzano un fabbisogno di investimenti aggiuntivi notevolmente inferiore, in quanto includono soltanto i costi aggiuntivi rispetto a quelli delle tecnologie tradizionali.
<b>Sezione 2</b>	Ad esempio, le stime per il settore dei trasporti elaborate dalla Commissione europea e dall'I4CE includono tutti i costi di produzione dei veicoli elettrici, mentre l'AIE considera solo i costi delle batterie.	Ad esempio, le stime per il settore dei trasporti elaborate dalla Commissione europea e dall'I4CE includono tutti i costi di produzione dei veicoli elettrici.
<b>Sezione 2</b>	BNEF e l'AIE, ad esempio, includono gli investimenti in idrogeno, nucleare e cattura del carbonio, mentre solo BNEF include gli investimenti verdi nel trasporto marittimo.	BNEF, ad esempio, include gli investimenti in idrogeno, nucleare, cattura del carbonio e trasporto marittimo.

# 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
2022	3,2	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,9	0,4	1,5	5,2	0,4	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 1° trim.	0,9	0,4	0,7	-0,6	1,6	0,3	5,7	6,4	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2° trim.	0,6	0,7	0,4	0,5	0,5	0,2	5,7	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
3° trim.	0,7	0,8	0,0	0,3	0,9	0,4	4,8	5,2	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2024 lug.	-	-	-	-	-	-	5,3	5,5	2,9	2,2	2,8	0,5	2,6
ago.	-	-	-	-	-	-	4,7	5,2	2,5	2,2	3,0	0,6	2,2
set.	-	-	-	-	-	-	4,4	5,1	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
ott.	-	-	-	-	-	-	4,5	5,0	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
nov.	-	-	-	-	-	-	4,5	4,9	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9	2,5	3,6	0,1	2,4

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 <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero	Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,7	-3,9	2,5
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	.	.	.
2024 1° trim.	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,6	-0,6
2° trim.	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7
3° trim.	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,3	48,4	1,3	1,9	0,8
4° trim.	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	.	.	.
2024 ago.	53,2	54,6	53,8	52,9	51,2	51,0	50,0	53,8	48,4	1,4	2,2	0,7
set.	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,2	52,9	47,5	1,3	1,9	0,8
ott.	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,5	1,2	1,8
nov.	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,8	0,5	1,2
dic.	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	.	.	.
2025 gen.	.	.	.	.	.	50,2	.	.	.	.	.	.

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)

Totale	PIL											Saldo con l'estero <sup>1)</sup>
	Domanda interna											
	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	12.612,9	12.106,2	6.453,7	2.785,8	2.734,4	1.403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6.111,6	5.605,0
2022	13.724,0	13.446,4	7.228,7	2.941,9	3.017,5	1.558,0	869,2	584,1	258,3	-277,6	7.395,7	7.118,0
2023	14.594,5	14.077,8	7.736,2	3.093,0	3.195,1	1.641,9	925,8	621,1	53,4	-516,7	7.375,6	6.858,9
2023 4° trim.	3.706,6	3.570,4	1.960,5	791,6	814,7	411,9	230,6	170,6	3,6	-136,2	1.834,4	1.698,2
2024 1° trim.	3.738,6	3.564,8	1.981,3	796,8	799,0	413,7	226,6	157,1	-12,2	-173,8	1.852,0	1.678,1
2° trim.	3.764,0	3.578,7	1.989,5	810,4	782,1	410,7	227,9	141,9	-3,3	-185,3	1.894,4	1.709,1
3° trim.	3.799,6	3.639,2	2.008,8	819,3	801,9	412,0	224,9	163,3	9,1	-160,5	1.870,0	1.709,6
in percentuale del PIL												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2023 4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,4	-0,9	0,4	-10,5	-	-	1,5	1,1
3° trim.	0,4	1,3	0,7	0,6	2,0	-0,2	-1,9	14,7	-	-	-1,5	0,2
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2021	6,3	5,1	4,7	4,4	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,6	1,5	1,6	0,6	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 4° trim.	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,3	-0,8	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 1° trim.	0,4	0,0	1,0	2,0	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
2° trim.	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
3° trim.	0,9	0,9	1,0	2,5	-1,4	-1,6	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2023 4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,7	2,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 4° trim.	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 1° trim.	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
2° trim.	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
3° trim.	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Incluse 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, silvicolture e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	11.253,2	185,1	2.158,3	592,5	2.017,7	602,8	521,9	1.275,7	1.363,7	2.208,1	327,5	1.359,7
2022	12.339,8	217,9	2.421,4	646,9	2.342,6	633,1	543,3	1.341,1	1.490,9	2.324,5	377,9	1.384,3
2023	13.203,6	225,2	2.584,8	721,5	2.440,3	678,4	605,2	1.477,4	1.602,1	2.460,1	408,7	1.390,9
2023 4° trim.	3.350,6	55,8	643,3	182,8	616,4	172,5	154,3	379,1	410,3	632,8	103,5	356,0
2024 1° trim.	3.369,9	55,8	631,8	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,1	368,7
2° trim.	3.389,7	56,0	627,5	184,7	628,5	177,1	159,4	386,9	418,4	645,3	105,9	374,3
3° trim.	3.417,4	56,6	632,0	185,1	632,2	179,6	160,6	386,9	422,9	654,5	107,1	382,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 4° trim.	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 1° trim.	0,2	0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
2° trim.	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
3° trim.	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	6,2	2,6	8,0	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,3
2023	0,7	0,7	-1,5	1,3	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 4° trim.	0,5	0,4	-2,4	1,8	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 1° trim.	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
2° trim.	0,6	-2,0	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
3° trim.	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 1° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 4° trim.	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
3° trim.	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

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									
	Oc-cupati dipen-denti	Oc-cupati auto-nomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifat-turiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costru-zioni	Com-mercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristora-zione	Servizi di informa-zione e comuni-cazione	Attività finanziarie e assicu-rative	Attività immo-biliari	Attività pro-fessionali, ammini-strative e servizi di supporto	Ammini-strazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artis-tiche, di intratte-nimento e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Personne occupate</b>														
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>														
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6	
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6	
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5	
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>														
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,1	3,2	0,6	4,4	0,4	1,2	3,0	2,2	1,0	
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3	
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,8	1,7	1,4	1,1	
2023 4° trim.	1,3	1,4	0,8	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,1	1,1	1,5	1,5	
2024 1° trim.	1,1	1,1	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4	
2° trim.	1,0	1,0	0,9	-0,5	0,4	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,7	0,9	
3° trim.	0,9	0,9	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,6	0,8	-1,7	1,0	1,6	1,0	
<b>Ore lavorate</b>														
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>														
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8	
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9	
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9	
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>														
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	8,6	4,3	6,4	
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8	
2023	1,3	1,6	0,2	-2,1	0,6	0,9	1,7	3,5	0,2	1,4	1,7	1,5	1,6	
2023 4° trim.	1,4	1,6	0,4	-1,1	0,5	1,6	1,5	3,3	0,5	0,5	1,5	1,8	1,5	
2024 1° trim.	0,7	0,8	0,4	-2,1	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,1	-0,9	1,1	1,0	0,4	
2° trim.	0,8	0,9	0,5	-1,0	0,3	0,9	0,4	2,1	0,4	-2,2	1,0	1,4	1,5	
3° trim.	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,5	0,6	-2,5	0,9	0,8	1,2	
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>														
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>														
2021	4,5	4,1	6,6	1,2	4,9	5,8	6,6	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,4	
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5	
2023	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,5	
2023 4° trim.	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,3	0,0	
2024 1° trim.	-0,4	-0,4	-0,5	-1,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,4	-0,1	
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,9	0,2	-0,2	0,6	
3° trim.	-0,5	-0,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,2	

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				
		1	2		6	7	8	9	10	11	12	13	in perc. del totale dei posti di lavoro		
in perc. del totale nel 2020		100,0		80,1	19,9		51,3		48,7					14	
2021	165,076	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,478	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5	
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2	
2023	170,275	2,9	11,186	6,6	2,4	8,890	5,8	2,296	14,5	5,648	6,2	5,538	6,9	3,0	
2023 4° trim.	171,075	2,9	11,162	6,5	2,3	8,796	5,7	2,366	14,8	5,648	6,2	5,514	6,9	2,9	
2024 1° trim.	171,578	2,9	11,161	6,5	2,3	8,829	5,7	2,332	14,6	5,668	6,2	5,493	6,8	2,9	
2° trim.	171,843	2,8	11,064	6,4	2,1	8,719	5,6	2,344	14,7	5,642	6,2	5,422	6,7	2,6	
3° trim.	172,059	2,8	11,001	6,4	1,9	8,623	5,5	2,379	14,9	5,713	6,2	5,288	6,6	2,5	
2024 giu.	-	-	11,079	6,4	-	8,738	5,6	2,341	14,6	5,677	6,2	5,402	6,7	-	
lug.	-	-	10,968	6,4	-	8,584	5,5	2,383	14,9	5,706	6,2	5,262	6,5	-	
ago.	-	-	10,850	6,3	-	8,466	5,4	2,384	14,9	5,636	6,2	5,214	6,5	-	
set.	-	-	10,862	6,3	-	8,472	5,4	2,390	14,9	5,637	6,2	5,225	6,5	-	
ott.	-	-	10,858	6,3	-	8,437	5,4	2,421	15,0	5,623	6,1	5,235	6,5	-	
nov.	-	-	10,819	6,3	-	8,396	5,4	2,423	15,0	5,605	6,1	5,214	6,5	-	

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

in perc. del totale nel 2021	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					Totali	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante			
	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici	7		8	9	10	11			
	1	2	3	4	5	6		100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	
100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0	100,0	

#### Variazioni percentuali sul periodo corrispondente

2022	1,7	2,4	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,4	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024													-0,1
2024 1° trim.	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,7	-1,7	-0,3	0,0	-0,5	0,3	-0,6	2,1	5,1
2° trim.	-3,9	-4,1	-5,5	-6,2	0,6	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7	1,3	2,3
3° trim.	-1,6	-2,0	-3,8	-3,6	2,4	1,7	-1,9	1,9	0,4	2,8	2,5	1,1	-8,7
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5
2024 lug.	-2,2	-2,4	-4,4	-3,6	1,5	0,9	-2,1	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,9	-8,4
ago.	-0,4	-0,8	-2,7	-0,4	1,0	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,0	1,2	-11,4
set.	-2,1	-2,5	-4,2	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,1	0,1	5,6	2,3	1,1	-6,2
ott.	-1,1	-1,0	-3,3	-1,8	2,7	-0,5	0,0	2,1	0,8	3,0	1,1	1,7	-3,9
nov.	-1,9	-2,0	-2,5	-2,8	-0,2	-1,3	1,4	1,2	0,6	1,5	0,9	.	0,4
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

#### Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)

2024 lug.	-0,4	-0,5	-0,4	-1,2	1,5	0,1	-0,5	0,4	0,0	0,7	-0,1	0,8	-11,5
ago.	1,2	1,1	0,1	2,9	-0,2	0,2	0,3	1,1	0,9	1,3	1,2	0,4	-0,1
set.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,7	1,8	-1,0	-0,4	0,5	-0,6	1,2	-0,6	-0,1	4,0
ott.	0,2	0,2	0,3	1,7	-2,2	-1,3	0,8	-0,3	0,2	-0,6	-0,4	0,3	-0,4
nov.	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	1,1	1,2	0,1	0,1	-0,6	0,8	.	3,9
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,9

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative

(dati destagionalizzati)

Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	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)			
	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito	
	Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,0	-12,5	-6,6	6,4	-	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	-	-	-	-
2024	95,8	-10,6	78,5	-14,1	-5,6	-6,7	6,4	90,2	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 1° trim.	96,0	-9,0	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
2° trim.	96,0	-10,1	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	96,2	-10,5	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
4° trim.	94,9	-12,8	77,3	-13,6	-5,0	-5,3	6,0	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2024 ago.	96,4	-10,0	-	-13,5	-6,3	-7,8	6,3	-	45,8	45,8	52,9	51,0
set.	96,2	-11,0	-	-13,0	-5,5	-8,2	6,9	-	45,0	44,9	51,4	49,6
ott.	95,6	-12,8	77,3	-12,5	-4,9	-7,1	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
nov.	95,6	-11,4	-	-13,8	-4,9	-4,3	5,3	-	45,2	45,1	49,5	48,3
dic.	93,7	-14,1	-	-14,5	-5,2	-4,4	5,9	-	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 gen.	-	-	-	-14,2	-	-	-	-	46,1	46,8	51,4	50,2

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

### 2.7 Conti riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

(prezzi correnti, salvo diversa indicazione; dati non destagionalizzati)

Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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			
2021	17,3	94,0	2,4	3,4	17,9	7,6	7,5	36,7	7,5	77,4	5,6	10,3	3,4
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,8	2,0	7,8	37,6	5,3	72,8	4,8	9,8	3,3
2023	14,1	85,0	1,2	1,9	3,0	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	1,9	0,8
2023 4° trim.	14,1	85,0	1,5	1,9	2,1	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	-0,6	0,8
2024 1° trim.	14,6	83,8	2,8	2,0	-3,4	3,4	1,0	34,7	4,5	68,0	1,8	-5,9	0,8
2° trim.	14,9	83,2	2,0	2,3	-1,7	3,5	1,7	34,0	3,8	67,9	2,0	-8,0	1,0
3° trim.	15,2	82,5	2,4	2,4	-0,3	5,3	2,0	33,4	3,4	67,4	2,0	4,1	1,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

2) Attività finanziarie (al netto delle passività finanziarie) e attività non finanziarie. Le attività non finanziarie consistono principalmente nella ricchezza immobiliare (strutture residenziali e terreni).

Esse includono inoltre le attività non finanziarie delle imprese individuali classificate nel settore delle famiglie.

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

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

## 2 Attività economica

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

	Conto corrente										Conto capitale <sup>1)</sup>		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	12	13
2023 4° trim.	1.408,6	1.337,0	71,6	694,8	619,5	351,8	318,1	313,9	306,9	48,2	92,6	62,4	41,1
2024 1° trim.	1.439,0	1.331,2	107,8	706,5	599,5	365,2	331,8	321,3	320,6	46,0	79,3	18,9	31,6
2° trim.	1.492,5	1.358,0	134,4	715,1	615,9	387,7	336,6	343,1	316,4	46,5	89,2	25,2	22,1
3° trim.	1.466,1	1.382,0	84,1	704,9	621,0	373,2	339,0	338,1	329,7	49,9	92,3	20,5	15,8
2024 giu.	498,4	444,6	53,8	237,2	202,5	131,1	114,1	114,1	96,6	16,1	31,5	10,3	5,9
lug.	491,3	460,2	31,2	235,5	204,2	125,0	112,9	113,9	112,0	16,9	31,2	6,8	5,8
ago.	490,5	467,0	23,5	235,2	210,1	126,6	114,5	112,0	111,7	16,6	30,8	8,5	4,5
set.	484,3	454,8	29,4	234,1	206,7	121,5	111,7	112,2	106,1	16,4	30,3	5,2	5,5
ott.	479,9	449,7	30,2	235,1	203,5	120,2	104,6	108,8	110,9	15,8	30,6	6,6	4,1
nov.	486,6	459,7	27,0	244,5	209,3	120,5	108,6	106,1	112,3	15,6	29,5	5,8	4,5
transazioni cumulate su 12 mesi													
2024 nov.	5.836,6	5.424,4	412,2	2.841,4	2.455,2	1.485,8	1.326,9	1.319,2	1.289,4	190,3	352,8	113,9	102,1
transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL													
2024 nov.	38,9	36,1	2,7	18,9	16,4	9,9	8,8	8,8	8,6	1,3	2,4	0,8	0,7

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: industria manifattu- riera	Totale			Per memoria: Industria manifattu- riera			Settore petroli- fero
			1	2	3		4	5	6	8	9	10	11
Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2023 4° trim.	-4,7	-16,3	709,3	334,4	144,8	215,5	586,3	671,7	384,7	108,5	158,8	476,9	81,3
2024 1° trim.	-2,7	-11,9	713,3	337,0	143,3	219,3	589,2	655,0	371,9	105,9	159,0	467,5	75,7
2° trim.	1,6	-4,5	717,1	338,8	137,2	223,7	592,7	672,3	387,8	109,4	162,5	480,7	79,0
3° trim.	2,2	0,4	710,9	338,3	136,4	218,5	590,2	675,6	382,4	111,9	164,4	490,1	75,0
2024 giu.	-6,6	-8,8	236,3	111,3	45,3	73,5	195,5	220,4	126,2	36,2	53,6	158,7	23,8
lug.	9,2	3,7	237,0	113,0	45,2	73,5	195,5	224,1	128,5	37,6	54,1	161,8	26,6
ago.	-2,7	-1,7	237,3	113,1	45,2	73,5	197,2	228,0	128,2	37,3	55,6	164,8	26,0
set.	0,1	-0,8	236,7	112,2	46,0	71,4	197,5	223,5	125,7	37,0	54,7	163,5	22,4
ott.	2,3	2,7	233,1	110,4	44,1	73,2	194,9	226,1	127,2	35,8	56,3	163,7	24,2
nov.	-1,6	-1,0	240,6	..	..	..	197,2	227,8	..	..	..	161,0	..
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2023 4° trim.	-3,7	-8,5	96,2	93,5	95,9	103,3	95,2	104,5	102,1	105,6	109,0	106,0	164,9
2024 1° trim.	-3,5	-6,8	96,7	94,3	93,6	104,2	95,4	103,1	100,6	102,3	108,2	103,2	164,3
2° trim.	-1,1	-4,5	95,4	93,4	88,9	105,0	94,1	104,0	102,3	105,5	108,7	104,8	168,9
3° trim.	-0,6	-0,9	94,2	92,5	87,2	103,0	93,3	104,4	102,0	108,0	109,6	106,7	164,4
2024 mag.	-3,8	-7,2	94,8	93,4	87,7	104,2	93,5	103,3	102,0	105,1	107,8	103,8	172,2
giu.	-8,9	-9,4	94,5	92,3	87,7	104,1	93,2	103,3	100,8	105,8	108,1	104,2	162,0
lug.	5,5	0,7	93,6	92,8	86,3	102,1	92,2	103,3	101,4	107,5	107,9	105,2	161,3
ago.	-5,2	-3,5	95,3	92,8	86,9	106,1	94,7	105,4	102,5	109,0	111,2	107,7	168,3
set.	-2,3	0,0	93,7	91,9	88,4	100,8	92,9	104,6	102,2	107,5	109,8	107,1	163,7
ott.	-0,4	3,9	92,3	90,2	85,0	101,4	91,9	105,4	103,0	102,2	112,4	107,3	169,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

### 3 Prezzi e costi

#### 3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<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 comple- sivo al netto dei prezzi am- ministrati	Prezzi ammini- strati	
		1	2									12	13	
in perc. del totale nel 2024		100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
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
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3	
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8	
3° trim.	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0	
4° trim.	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,6	2,0	4,3	
2024 lug.	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1	
ago.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0	
set.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9	
ott.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1	
nov.	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,0	2,0	4,3	
dic.	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4	
	Beni						Servizi							
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi	Di trasporto	Di comunicazione	Di ricreativi e personali	Ricreativi e personali	Vari		
	Totali	Trasformati	Non trasformati	Totali	Non energetici	Energetici								
in perc. del totale nel 2024	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
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		
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0		
2024 1° trim.	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8		
2° trim.	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0		
3° trim.	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0		
4° trim.	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0		
2024 lug.	2,3	2,7	1,0	0,9	0,7	1,2	3,4	3,0	4,0	-0,4	4,8	4,0		
ago.	2,3	2,7	1,1	-0,5	0,4	-3,0	3,3	2,9	5,0	-0,6	4,8	4,0		
set.	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0		
ott.	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0		
nov.	2,7	2,8	2,3	-0,1	0,6	-2,0	3,4	3,1	5,0	-1,9	4,5	4,0		
dic.	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0		

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

### 3 Prezzi e costi

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

in perc. del totale nel 2021	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</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	Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>						
		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						
100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7									
2021	100,0	12,2	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6					
2022	132,8	32,8	17,1	13,8	19,8	7,3	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6					
2023	130,1	-2,0	1,9	3,8	-0,2	5,1	8,3	8,4	5,7	-13,3	6,9	-1,2	-8,1					
2023 4° trim.	128,2	-8,3	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,7	2,2	3,2	-22,9	4,5	-1,2	-9,0					
2024 1° trim.	125,0	-7,9	-1,6	-1,2	-5,3	2,0	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0					
2° trim.	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,5	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,4	1,4	-6,4					
3° trim.	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,9	2,6	-					
2024 giu.	123,3	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,1	1,1	-9,8	-	-	-					
lug.	124,2	-2,2	0,3	0,3	-1,1	1,2	1,3	0,2	1,1	-7,2	-	-	-					
ago.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-					
set.	124,2	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-					
ott.	124,7	-3,3	-0,9	0,7	-0,5	1,2	2,0	1,3	1,3	-11,2	-	-	-					
nov.	126,7	-1,2	-0,2	0,9	-0,3	1,3	2,0	1,5	1,1	-5,3	-	-	-					

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

in perc. del totale	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				10	11	12	13	14	15	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
100,0																
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9	
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0	
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	77,8	9,3	13,4	5,1	9,1	12,1	5,5	
2024 1° trim.	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,8	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8	
2° trim.	116,6	2,9	2,7	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4	
3° trim.	117,2	2,7	2,3	2,1	2,6	1,8	1,2	0,1	-	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1	
4° trim.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17,2	22,5	11,8	17,5	21,4	12,8	
2024 lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	12,0	13,9	10,0	12,2	13,4	10,8	
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10,4	11,5	9,2	11,5	12,7	10,1	
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,6	9,6	5,6	9,0	11,1	6,4	
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16,9	21,6	12,0	17,5	21,0	13,2	
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21,2	31,0	11,2	22,2	30,4	12,3	

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi (dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)				
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela		
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-	-
2022	48,6	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	-	-	-	-	-
2024	6,1	14,2	14,4	3,6	55,0	49,0	59,7	48,8	54,2	
2024 1° trim.	4,6	16,5	17,4	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0	
2° trim.	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6	
3° trim.	6,5	13,0	12,4	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0	
4° trim.	7,2	13,3	14,1	4,0	48,6	49,1	58,0	48,2	53,3	
2024 ago.	6,3	12,8	12,5	1,7	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7	
set.	6,4	11,4	12,3	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4	
ott.	6,7	11,9	14,1	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8	
nov.	7,1	14,1	12,8	4,2	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3	
dic.	7,6	13,8	15,4	5,6	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9	
2025 gen.	.	.	.	.	.	51,6	60,7	50,0	53,6	

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

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <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
2021	101,2	1,2	1,2	0,9	1,0	1,4	1,4
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2023 4° trim.	118,4	3,9	3,8	4,4	4,2	3,4	4,5
2024 1° trim.	108,5	5,4	5,5	5,0	5,1	6,0	4,8
2° trim.	120,0	5,2	4,9	5,8	5,0	5,6	3,5
3° trim.	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data\\_en.html](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										Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
		Agricoltura, 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 assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministra- tive e servizi di supporto	Amministrazio- ne pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2021	99,6	-0,4	1,4	-2,9	4,7	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,4	4,4	8,0	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,4	6,6	5,0	2,4
2023 4° trim.	111,9	6,4	3,9	8,5	4,4	7,2	3,0	8,4	3,0	4,7	5,5	4,1
2024 1° trim.	113,2	5,5	3,5	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
2° trim.	114,2	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,5	0,1	3,5	5,2	4,7
3° trim.	114,9	4,4	5,6	4,7	7,3	4,5	2,0	5,6	-0,1	3,6	4,5	4,0
Redditi per occupato												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,3	4,8	2,5	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,3
2023 4° trim.	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,0	5,1
2024 1° trim.	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	4,0	5,1	4,0	5,1	5,3	6,4
2° trim.	119,5	4,8	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	6,0	3,7	4,7	4,9	5,1
3° trim.	120,6	4,4	4,5	4,2	4,6	4,5	4,2	5,3	3,6	4,4	4,6	4,1
Produttività del lavoro per occupato												
2021	104,7	4,7	2,1	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	1,0	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,5	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,7	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,6	-0,2	-0,4	2,8
2023 4° trim.	104,5	-1,2	1,3	-2,9	0,1	-1,8	1,7	-2,5	1,2	0,7	-0,4	1,0
2024 1° trim.	104,6	-0,6	0,6	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
2° trim.	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,2	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
3° trim.	104,8	0,0	-1,0	-0,5	-2,5	0,0	2,2	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
Redditi per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,1	0,7	-1,4
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,4	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,7	6,2	4,5	4,5
2023 4° trim.	110,8	4,9	5,2	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,1	4,9	4,7	4,6
2024 1° trim.	112,2	5,2	5,6	5,3	4,1	4,6	4,2	5,8	4,4	5,0	5,8	6,5
2° trim.	113,1	4,9	3,6	4,9	4,1	5,1	3,7	6,2	4,2	4,4	5,2	4,2
3° trim.	114,2	4,8	4,0	4,8	4,4	4,8	4,1	5,5	2,8	4,6	5,3	3,7
Produttività per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	0,9	2,9	-5,0	0,9	2,9	3,4	-3,8	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,1	0,0	0,4	-0,5	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,4	1,7	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,8	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 4° trim.	98,7	-1,2	1,5	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,8	0,4	-0,8	0,9
2024 1° trim.	98,8	-0,2	2,4	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	-0,1	3,0	0,7	0,1	1,3
2° trim.	98,9	-0,3	-1,1	-2,1	-2,7	0,3	1,1	-0,2	4,5	1,0	0,0	-0,3
3° trim.	99,2	0,5	0,1	0,0	-2,2	0,4	2,2	-0,1	4,5	0,8	0,8	-0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (ESTR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)		
	1	2	3	4	5		
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 lug.	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
ago.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
sett.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
ott.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23
dic.	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <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				1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5				9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 lug.	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
ago.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
sett.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
ott.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
dic.	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91

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												
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8	
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6	
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3	
2024 lug.	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9	
ago.	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3	
sett.	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4	
ott.	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1.036,0	402,4	327,0	840,7	5.792,9	38.843,8	
nov.	497,5	4.795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5.929,9	38.617,4	
dic.	507,4	4.918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1.065,8	381,4	331,4	816,9	6.012,2	39.297,0	

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	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilità: fino a 2 anni			Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG <sup>3)</sup>					
						tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno		tasso variabile e fino a 1 anno		oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2023 dic.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,23	3,81	3,63	4,33	3,98		
2024 gen.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,92	8,02	8,72	5,37	4,76	4,07	3,67	3,52	4,14	3,87		
feb.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,81	4,01	3,64	3,49	4,12	3,84		
mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80		
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,03	7,85	8,57	5,19	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81		
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81		
giu.	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78		
lug.	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75		
ago.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73		
set.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64		
ott.	0,36	1,74	2,73	2,63	8,05	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55		
nov.	0,35	1,74	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,57	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47		

Fonte: BCE.

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

2) Incluse 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 prestabilità: fino a 2 anni			fino a 0,25 milioni di euro	oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione						
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 3 mesi	3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,67	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24	
2024 gen.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,19	5,20	
feb.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,11	4,84	3,97	5,16	
mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20	
apr.	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20	
mag.	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12	
giu.	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08	
lug.	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,06	
ago.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01	
set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79	
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67	
nov.	0,81	2,89	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,25	3,85	4,42	4,19	3,70	4,52	

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		Società non finanziarie	Totale	Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	Amministrazione centrale		
			Total	SVF						Total	SVF					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
A breve termine																
2022	1.385,3	481,7	141,5	51,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1		
2023	1.570,6	618,9	163,2	68,5	86,7	701,8	659,1	501,5	210,8	114,1	39,7	49,2	127,5	103,8		
2024	1.567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	468,3	180,0	114,7	44,2	39,2	134,5	108,2		
2024 lug.	1.575,1	575,2	194,4	71,9	94,4	711,1	651,1	492,6	181,9	122,5	47,0	48,3	139,9	111,7		
ago.	1.585,3	573,4	194,4	68,9	94,3	723,2	659,5	447,6	189,9	104,3	42,9	30,5	123,0	101,3		
set.	1.588,1	602,6	196,2	72,0	83,5	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4		
ott.	1.565,1	577,2	185,2	66,8	84,9	717,9	656,0	473,9	158,4	128,9	44,7	39,7	146,9	126,5		
nov.	1.575,8	581,8	189,5	68,2	80,2	724,4	665,7	485,1	193,3	120,0	47,6	32,0	139,7	125,8		
dic.	1.567,2	572,5	185,6	64,9	69,6	739,5	673,6	420,4	159,3	115,4	45,5	27,5	118,2	90,7		
A lungo termine																
2022	17.715,0	3.911,0	3.100,6	1.322,1	1.429,8	9.273,5	8.561,5	292,1	76,7	67,9	28,3	17,1	130,4	120,9		
2023	19.343,4	4.453,6	3.238,8	1.317,6	1.544,2	10.106,8	9.366,9	320,5	93,7	67,0	25,5	21,3	138,4	129,9		
2024	20.513,4	4.792,3	3.563,9	1.341,4	1.648,4	10.508,8	9.737,1	348,6	89,0	86,7	23,5	27,2	145,7	135,1		
2024 lug.	20.039,9	4.673,8	3.412,3	1.316,3	1.595,9	10.357,9	9.594,1	314,7	82,7	90,5	18,7	20,3	121,2	116,9		
ago.	20.144,3	4.693,8	3.420,1	1.317,9	1.599,3	10.431,0	9.663,2	211,6	43,7	55,8	17,3	10,5	101,7	97,0		
set.	20.442,9	4.751,3	3.460,1	1.326,5	1.627,7	10.603,7	9.824,9	377,4	86,8	97,8	31,6	39,7	153,1	143,2		
ott.	20.368,8	4.767,1	3.474,2	1.323,9	1.626,8	10.500,7	9.723,4	366,3	89,8	95,5	19,5	24,9	156,1	145,9		
nov.	20.708,3	4.814,6	3.538,5	1.337,8	1.658,2	10.696,9	9.916,2	321,5	69,8	96,5	33,2	28,2	126,9	120,2		
dic.	20.513,4	4.792,3	3.563,9	1.341,4	1.648,4	10.508,8	9.737,1	229,4	56,2	85,8	23,5	18,8	68,6	62,6		

Fonte: BCE.

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

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

	Titoli di debito							Azioni quotate							
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie			
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale		
			Total	SVF						Total	SVF				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	10	11		
Consistenze															
2022	19.100,3	4.392,7	3.242,1	1.373,2	1.524,9	9.940,5	9.183,2	8.704,0	525,2	1.289,8	6.888,4				
2023	20.914,0	5.072,6	3.402,0	1.386,1	1.630,9	10.808,5	10.026,0	9.675,7	619,7	1.418,8	7.636,7				
2024	22.080,6	5.364,8	3.749,4	1.406,2	1.718,0	11.248,3	10.410,7	10.176,3	751,2	1.592,7	7.832,0				
2024 lug.	21.615,0	5.249,0	3.606,7	1.388,3	1.690,3	11.068,9	10.245,2	10.114,1	724,0	1.539,3	7.850,4				
ago.	21.729,6	5.267,2	3.614,6	1.386,8	1.693,6	11.154,2	10.322,7	10.245,8	724,0	1.563,9	7.957,5				
set.	22.031,0	5.354,0	3.656,4	1.398,5	1.711,3	11.309,4	10.467,2	10.409,9	746,7	1.570,1	8.092,7				
ott.	21.934,0	5.344,3	3.659,3	1.390,7	1.711,7	11.218,6	10.379,4	10.096,2	751,1	1.556,1	7.788,6				
nov.	22.284,1	5.396,4	3.728,0	1.406,0	1.738,4	11.421,3	10.581,9	10.176,0	723,0	1.589,3	7.863,4				
dic.	22.080,6	5.364,8	3.749,4	1.406,2	1.718,0	11.248,3	10.410,7	10.176,3	751,2	1.592,7	7.832,0				
Tasso di crescita <sup>1)</sup>															
2024 mag.	5,5	9,0	3,7	-1,6	3,4	4,9	4,8	-1,2	-3,2	0,2	-1,3				
giu.	4,9	7,5	3,7	-1,9	3,9	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3				
lug.	4,5	5,7	4,1	-2,1	3,2	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0				
ago.	4,7	5,4	4,6	-1,4	3,7	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0				
set.	4,7	6,2	4,8	-0,8	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1				
ott.	4,8	5,7	4,3	-1,9	3,9	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6				
nov.	4,6	4,7	5,6	-0,2	3,7	4,5	4,5	0,2	-1,9	-0,7	0,6				
dic.	4,4	3,9	6,4	-0,5	3,3	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,6	0,5				

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	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale	
							1	2	3
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,8	116,1	90,9	
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,7	86,6	121,8	94,7	
2024	98,4	94,4	98,2	-	-	-	124,1	95,0	
2024 1° trim.	98,4	94,4	98,4	89,6	68,0	87,6	123,7	95,2	
2° trim.	98,7	94,6	98,5	89,7	67,7	87,8	124,1	95,2	
3° trim.	99,0	95,0	98,8	90,2	67,0	87,9	125,1	95,6	
4° trim.	97,6	93,6	97,3	-	-	-	123,6	94,2	
2024 lug.	99,0	95,1	98,9	-	-	-	124,8	95,6	
ago.	99,0	95,0	98,8	-	-	-	125,2	95,7	
set.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	125,2	95,6	
ott.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0	
nov.	97,5	93,6	97,3	-	-	-	123,5	94,1	
dic.	96,9	92,9	96,6	-	-	-	122,7	93,4	
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>									
2024 dic.	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-	-	-	-0,6	-0,8
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>									
2024 dic.	-1,3	-1,1	-1,5	-1,5	-	-	-	-0,4	-1,6

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	Corona croata	Corona ceca	Corona danese	Fiorino ungherese	Yen giapponese	Zloty polacco	Sterlina britannica	Leu romeno	Corona svedese	Franco svizzero	Dollaro statunitense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 1° trim.	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
2° trim.	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
3° trim.	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
4° trim.	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2024 lug.	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
ago.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
set.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
ott.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
dic.	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2024 dic.	-0,4	.	-0,7	0,0	0,7	-1,3	-1,4	-0,7	0,0	-0,7	-0,2	-1,4
<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2024 dic.	-2,0	.	2,7	0,0	7,9	2,5	-1,5	-3,9	0,1	2,7	-1,1	-3,9

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <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
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2023 4° trim.	32.386,9	32.041,0	345,9	12.121,5	9.944,6	12.465,4	14.520,1	-4,0	6.656,2	7.576,3	1.147,8	16.219,7
2024 1° trim.	33.684,6	33.138,9	545,7	12.390,0	10.014,1	13.124,9	15.268,1	-0,5	6.955,1	7.856,7	1.215,1	16.699,7
2° trim.	34.253,2	33.286,0	967,2	12.398,7	9.921,7	13.540,9	15.549,6	7,1	7.038,9	7.814,7	1.267,6	16.653,6
3° trim.	34.531,2	33.419,0	1.112,2	12.171,4	9.733,1	13.843,4	15.888,5	-3,9	7.201,3	7.797,4	1.319,0	16.690,5
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2024 3° trim.	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2
Transazioni												
2023 4° trim.	-325,7	-438,2	112,5	-323,5	-300,5	45,2	91,5	21,9	-75,7	-229,2	6,4	-
2024 1° trim.	568,3	453,8	114,5	128,2	32,3	172,1	198,5	13,5	253,4	223,1	1,2	-
2° trim.	180,2	51,3	128,9	-31,7	-104,8	173,1	254,2	16,9	18,1	-98,1	3,7	-
3° trim.	412,3	274,2	138,0	5,4	-12,7	166,5	217,4	-8,3	252,6	69,5	-4,0	-
2024 giu.	-15,4	-103,7	88,3	-22,2	-33,9	66,9	115,9	2,3	-63,6	-185,7	1,3	-
lug.	127,8	78,1	49,7	14,4	-11,9	51,9	59,9	-2,2	66,9	30,1	-3,1	-
ago.	94,1	69,5	24,6	-9,6	-1,9	40,6	64,3	-7,7	73,8	7,1	-3,0	-
set.	190,4	126,7	63,7	0,6	1,2	74,0	93,1	1,6	112,0	32,4	2,2	-
ott.	86,3	55,1	31,3	12,1	7,5	68,8	46,1	20,2	-14,5	1,5	-0,2	-
nov.	162,9	153,8	9,1	6,8	4,5	38,5	61,9	-0,8	117,0	87,3	1,3	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2024 nov.	1.085,5	646,0	439,5	-65,5	-234,9	620,0	852,0	42,4	485,4	28,8	3,3	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2024 nov.	7,2	4,3	2,9	-0,4	-1,6	4,1	5,7	0,3	3,2	0,2	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

### 5.1 Aggregati 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												Totale	
	M2							Totale	M3-M2					
	M1			M2-M1					Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni	Totale		
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestatabilità fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale	8	9	10	Totale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze														
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16.048,2		
2023	1.536,2	8.809,5	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16.095,6		
2024	1.556,9	9.015,7	10.572,6	2.530,4	2.468,9	4.999,4	15.572,0	253,3	873,0	28,1	1.154,4	16.726,4		
2024 1° trim.	1.526,2	8.740,0	10.266,3	2.440,1	2.431,0	4.871,1	15.137,4	192,4	787,0	72,9	1.052,3	16.189,7		
2° trim.	1.533,9	8.792,8	10.326,7	2.535,8	2.425,4	4.961,3	15.288,0	210,4	815,9	59,2	1.085,5	16.373,5		
3° trim.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	858,7	47,3	1.143,3	16.543,0		
4° trim. (p)	1.556,9	9.015,7	10.572,6	2.530,4	2.468,9	4.999,4	15.572,0	253,3	873,0	28,1	1.154,4	16.726,4		
2024 lug.	1.536,5	8.746,8	10.283,3	2.540,8	2.424,8	4.965,6	15.248,9	226,0	827,1	57,8	1.110,9	16.359,8		
ago.	1.538,8	8.791,8	10.330,5	2.558,5	2.426,5	4.985,0	15.315,5	242,4	839,9	52,0	1.134,2	16.449,7		
set.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	858,7	47,3	1.143,3	16.543,0		
ott.	1.545,6	8.892,1	10.437,7	2.556,0	2.427,7	4.983,7	15.421,4	248,9	854,8	51,7	1.155,4	16.576,8		
nov.	1.550,9	8.995,4	10.546,3	2.560,3	2.433,8	4.994,0	15.540,4	244,8	859,6	38,9	1.143,3	16.683,7		
dic. (p)	1.556,9	9.015,7	10.572,6	2.530,4	2.468,9	4.999,4	15.572,0	253,3	873,0	28,1	1.154,4	16.726,4		
Transazioni														
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5		
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,7	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5		
2024	21,3	162,2	183,5	203,5	8,9	212,4	395,9	76,3	123,0	-37,6	161,6	557,5		
2024 1° trim.	-9,3	-75,0	-84,3	144,1	-28,9	115,2	30,8	9,9	47,1	7,3	64,3	95,2		
2° trim.	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,9	-13,4	30,1	155,6		
3° trim.	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,8	-11,0	56,0	150,7		
4° trim. (p)	15,2	157,2	172,4	-71,5	43,9	-27,6	144,8	20,5	11,2	-20,5	11,2	156,0		
2024 lug.	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-2,0	23,7	-12,8		
ago.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,8	66,1		
set.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,4		
ott.	3,9	43,9	47,7	-38,3	2,8	-35,5	12,2	10,6	-4,9	4,6	10,3	22,5		
nov.	5,3	96,9	102,2	-1,5	6,0	4,5	106,7	-5,4	3,9	-15,6	-17,1	89,6		
dic. (p)	6,0	16,5	22,5	-31,7	35,1	3,4	25,9	15,2	12,2	-9,4	18,0	43,9		
Variazioni percentuali														
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7		
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,3	19,3	0,0		
2024	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5		
2024 1° trim.	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9		
2° trim.	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	17,0	-29,5	18,9	2,2		
3° trim.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2		
4° trim. (p)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5		
2024 lug.	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,5	-26,3	21,6	2,4		
ago.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,2	-37,6	22,7	2,9		
set.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,3	-34,3	21,8	3,2		
ott.	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-35,8	20,3	3,4		
nov.	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,2	17,9	-48,8	17,0	3,8		
dic. (p)	1,4	1,8	1,8	8,9	0,4	4,5	2,6	41,7	16,6	-57,8	16,3	3,5		

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 presta-bilità fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata presta-bilità fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,2	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.431,3	2.500,6	792,7	133,7	4,3	8.755,0	5.197,6	1.254,6	2.301,3	1,5	1.306,1	231,5	544,5
2024 1° trim.	3.337,8	2.381,4	817,8	127,8	10,9	8.457,8	5.056,9	1.133,0	2.266,9	1,0	1.243,9	223,6	540,4
2° trim.	3.380,3	2.409,1	833,1	127,3	10,8	8.529,0	5.060,9	1.203,4	2.263,4	1,3	1.299,6	221,8	533,8
3° trim.	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,8	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
4° trim. (p)	3.431,3	2.500,6	792,7	133,7	4,3	8.755,0	5.197,6	1.254,6	2.301,3	1,5	1.306,1	231,5	544,5
2024 lug.	3.364,7	2.398,2	830,0	126,9	9,6	8.550,5	5.057,8	1.227,8	2.264,0	0,9	1.268,2	215,3	539,7
ago.	3.363,8	2.395,9	831,9	126,3	9,7	8.589,4	5.089,2	1.232,9	2.266,3	1,0	1.304,4	218,0	543,5
set.	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,8	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
ott.	3.378,3	2.422,1	816,0	127,5	12,7	8.658,0	5.122,0	1.267,7	2.267,3	0,9	1.319,2	220,5	548,7
nov.	3.408,7	2.453,5	812,2	129,8	13,2	8.698,4	5.164,8	1.261,6	2.271,2	0,8	1.334,3	229,4	563,5
dic. (p)	3.431,3	2.500,6	792,7	133,7	4,3	8.755,0	5.197,6	1.254,6	2.301,3	1,5	1.306,1	231,5	544,5
Transazioni													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	95,1	75,7	16,5	2,9	0,1	296,2	54,2	233,9	8,0	0,1	56,5	3,4	-0,5
2024 1° trim.	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
2° trim.	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
3° trim.	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
4° trim. (p)	62,1	88,7	-34,2	8,1	-0,5	131,5	105,3	-9,4	35,1	0,5	-36,4	0,1	-7,1
2024 lug.	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
ago.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
set.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
ott.	9,5	14,9	-8,9	1,9	1,6	36,8	29,2	6,6	1,1	0,0	-14,7	-10,0	-2,7
nov.	26,2	28,8	-5,1	2,3	0,3	38,2	43,2	-8,6	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
dic. (p)	26,4	45,0	-20,2	3,9	-2,3	56,4	32,9	-7,4	30,2	0,8	-30,4	1,8	-19,0
Variazioni percentuali													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 1° trim.	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
2° trim.	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
3° trim.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
4° trim. (p)	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1
2024 lug.	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
ago.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
set.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
ott.	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
nov.	2,3	1,7	4,6	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,7	1,6	4,6
dic. (p)	2,9	3,1	2,1	2,2	1,8	3,5	1,0	23,0	0,4	6,1	4,6	1,5	-0,1

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									Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari
	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>					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze														
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4		
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.493,3	13.034,1	13.253,2	5.123,2	6.648,1	1.124,8	138,0	1.560,8	898,4		
2024	6.258,1	987,9	5.244,3	15.761,5	13.245,5	13.500,5	5.182,7	6.676,5	1.246,4	139,9	1.578,8	937,2		
2024 1° trim.	6.220,9	977,6	5.217,8	15.545,4	13.045,5	13.276,9	5.115,5	6.642,2	1.150,6	137,2	1.569,9	930,1		
2° trim.	6.195,5	978,6	5.191,1	15.572,5	13.101,2	13.339,7	5.127,6	6.644,8	1.197,9	130,9	1.554,2	917,1		
3° trim.	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6		
4° trim.	6.258,1	987,9	5.244,3	15.761,5	13.245,5	13.500,5	5.182,7	6.676,5	1.246,4	139,9	1.578,8	937,2		
2024 lug.	6.222,2	973,9	5.222,6	15.597,0	13.125,3	13.357,4	5.124,8	6.645,6	1.222,7	132,2	1.547,0	924,7		
ago.	6.234,1	976,8	5.231,7	15.614,8	13.133,2	13.366,9	5.128,0	6.655,4	1.216,5	133,3	1.556,4	925,2		
set.	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6		
ott.	6.245,8	986,6	5.233,4	15.667,9	13.165,7	13.415,5	5.144,1	6.661,0	1.224,9	135,7	1.572,7	929,5		
nov.	6.276,3	990,3	5.260,2	15.686,1	13.179,0	13.419,4	5.149,6	6.673,6	1.221,2	134,6	1.576,0	931,0		
dic.	6.258,1	987,9	5.244,3	15.761,5	13.245,5	13.500,5	5.182,7	6.676,5	1.246,4	139,9	1.578,8	937,2		
Transazioni														
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9		
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1		
2024	-64,7	-2,7	-62,5	268,2	226,6	269,0	67,1	44,2	113,7	1,6	10,7	30,9		
2024 1° trim.	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6		
2° trim.	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4		
3° trim.	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9		
4° trim.	5,3	10,7	-5,5	120,5	99,5	124,3	44,8	21,6	26,3	6,8	12,3	8,8		
2024 lug.	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2		
ago.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3		
set.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9		
ott.	6,6	8,6	-1,9	35,4	22,0	40,9	7,3	0,2	11,7	2,8	10,5	2,9		
nov.	-6,3	4,7	-11,0	6,0	6,2	-3,1	3,5	13,3	-9,3	-1,2	-1,1	0,8		
dic.	4,9	-2,6	7,4	79,1	71,2	86,6	34,0	8,0	23,9	5,2	2,8	5,1		
Variazioni percentuali														
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6		
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4		
2024	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4		
2024 1° trim.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1		
2° trim.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6		
3° trim.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3		
4° trim.	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4		
2024 lug.	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3		
ago.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0		
set.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3		
ott.	-0,8	-0,2	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,6	0,5	8,6	0,2	-0,1	3,8		
nov.	-0,7	0,5	-1,0	1,3	1,2	1,5	0,8	0,5	7,0	0,0	0,3	4,7		
dic.	-1,0	-0,3	-1,2	1,7	1,7	2,0	1,3	0,7	10,1	1,2	0,7	3,4		

Fonte: BCE.

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

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

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

4) Incluse 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	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.138,2	907,3	1.090,3	3.125,6	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024	5.182,7	5.203,3	921,7	1.099,0	3.162,1	6.676,5	6.928,0	744,2	5.255,6	676,7
2024 1° trim.	5.115,5	5.131,7	890,3	1.088,1	3.137,1	6.642,2	6.873,7	738,9	5.221,4	682,0
2° trim.	5.127,6	5.145,0	899,9	1.087,7	3.140,1	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
3° trim.	5.138,7	5.160,8	912,4	1.088,6	3.137,7	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
4° trim.	5.182,7	5.203,3	921,7	1.099,0	3.162,1	6.676,5	6.928,0	744,2	5.255,6	676,7
2024 lug.	5.124,8	5.140,9	898,6	1.086,8	3.139,5	6.645,6	6.883,9	739,4	5.230,7	675,5
ago.	5.128,0	5.135,9	898,0	1.086,3	3.143,6	6.655,4	6.890,7	741,5	5.239,5	674,3
set.	5.138,7	5.160,8	912,4	1.088,6	3.137,7	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
ott.	5.144,1	5.162,5	920,4	1.088,5	3.135,2	6.661,0	6.907,5	741,7	5.240,6	678,7
nov.	5.149,6	5.166,0	919,0	1.087,3	3.143,3	6.673,6	6.918,4	741,1	5.250,4	682,1
dic.	5.182,7	5.203,3	921,7	1.099,0	3.162,1	6.676,5	6.928,0	744,2	5.255,6	676,7
Transazioni										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,0	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2024	67,1	78,1	11,6	13,3	42,3	44,2	76,8	25,6	28,8	-10,3
2024 1° trim.	-2,1	0,8	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
2° trim.	14,2	17,0	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
3° trim.	10,2	14,2	6,1	3,3	0,7	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
4° trim.	44,8	46,0	6,9	12,3	25,6	21,6	35,7	9,6	11,1	0,9
2024 lug.	-0,1	-1,4	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
ago.	7,2	-1,2	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
set.	3,0	16,8	5,2	3,3	-5,5	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
ott.	7,3	6,2	6,2	0,5	0,6	0,2	9,7	3,2	-3,2	0,2
nov.	3,5	1,0	-2,4	-1,3	7,2	13,3	11,6	1,8	9,1	2,5
dic.	34,0	38,9	3,2	13,1	17,8	8,0	14,4	4,5	5,2	-1,7
Variazioni percentuali										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 1° trim.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2° trim.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
3° trim.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
4° trim.	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5
2024 lug.	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
ago.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
set.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
ott.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,5	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8
nov.	0,8	1,0	1,3	0,3	0,8	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
dic.	1,3	1,5	1,3	1,2	1,4	0,7	1,1	3,5	0,6	-1,5

Fonte: BCE.

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

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

3) Incluse 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)

Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività delle IFM						Attività nette sull'estero	Attività delle IFM			
	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Capitali e riserve		Altre			
	Totale	Depositi con durata preestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve			Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Consistenze											
2022	639,4	6.732,9	1.783,0	45,7	2.110,7	2.793,4	1.332,5	346,2	137,2	147,2	
2023	447,4	7.326,8	1.827,5	90,2	2.416,7	2.992,4	1.858,1	213,1	155,0	152,6	
2024	377,7	7.834,1	1.843,9	116,5	2.587,2	3.286,5	2.691,0	227,6	140,4	135,9	
2024 1° trim.	395,4	7.457,1	1.828,2	103,9	2.492,2	3.032,8	2.050,3	225,6	178,0	174,2	
2° trim.	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.530,1	3.057,9	2.243,6	298,5	182,6	176,5	
3° trim.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,1	246,3	184,9	188,5	
4° trim. (p)	377,7	7.834,1	1.843,9	116,5	2.587,2	3.286,5	2.691,0	227,6	140,4	135,9	
2024 lug.	404,8	7.578,3	1.821,5	111,6	2.528,5	3.116,8	2.342,4	181,3	166,9	154,9	
ago.	419,2	7.608,9	1.822,6	112,7	2.537,4	3.136,3	2.397,6	231,3	193,2	170,7	
set.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,1	246,3	184,9	188,5	
ott.	445,4	7.752,7	1.832,2	115,7	2.560,6	3.244,2	2.602,9	258,3	169,6	172,2	
nov.	424,2	7.806,0	1.839,7	115,9	2.575,9	3.274,5	2.642,4	309,1	176,8	164,0	
dic. (p)	377,7	7.834,1	1.843,9	116,5	2.587,2	3.286,5	2.691,0	227,6	140,4	135,9	
Transazioni											
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0	
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,2	-208,2	19,7	9,0	
2024	-69,2	293,3	16,4	26,3	169,1	81,5	574,0	4,0	-12,0	-16,7	
2024 1° trim.	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	139,3	18,3	25,6	21,5	
2° trim.	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	150,2	49,3	4,6	2,3	
3° trim.	-7,7	68,5	7,5	4,4	40,7	15,9	173,7	-26,7	2,4	12,0	
4° trim. (p)	-25,6	69,2	5,6	2,2	6,5	55,0	110,7	-36,9	-44,5	-52,6	
2024 lug.	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,6	-15,7	-21,6	
ago.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,4	28,0	26,4	15,8	
set.	-16,4	33,0	11,1	1,6	13,9	6,3	61,4	35,9	-8,3	17,8	
ott.	42,5	10,5	-3,0	1,4	4,6	7,4	46,3	-12,8	-15,3	-16,3	
nov.	-21,5	7,8	5,4	0,2	2,0	0,3	8,4	67,8	7,2	-8,2	
dic. (p)	-46,6	50,9	3,2	0,6	-0,2	47,2	56,0	-91,9	-36,3	-28,1	
Variazioni percentuali											
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7	
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0	
2024	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9	
2024 1° trim.	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1	
2° trim.	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3	
3° trim.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4	
4° trim. (p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9	
2024 lug.	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0	
ago.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6	
set.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4	
ott.	0,6	3,7	0,1	47,0	8,7	0,9	-	-	5,6	13,7	
nov.	0,2	3,6	0,6	37,4	8,0	0,9	-	-	5,3	1,2	
dic. (p)	-15,5	4,0	0,9	29,1	7,0	2,6	-	-	-8,0	-10,9	

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	
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 1° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,6
3° trim.	-3,2	.	.	.	.	-1,4

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					Entrate in conto capitale	Spese						Spese in conto capitale		
	Entrate correnti				Totale		Spese correnti								
	Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Spese corrente	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7		
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1		
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2		
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3		
2023 4° trim.	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3		
2024 1° trim.	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3		
2° trim.	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3		
3° trim.	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1		

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore		Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri
					Totale	IFM							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6
2023 4° trim.	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	13	14	15		
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5				
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0				
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7				
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6				
2023 4° trim.	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6				
2024 1° trim.	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6				
2° trim.	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8				
3° trim.	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0				

Fonte: 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)

Totale	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>						Emissione	Rimborsi			
	Capitale		Interesse				Consistenze in essere				Transazioni						
	Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale		A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso	Totale	Scadenze fino a 1 anno						
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13			
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5				
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9				
2024	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9				
2024 1° trim.	12,8	11,4	3,8	1,3	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	2,5				
2° trim.	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8				
3° trim.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9				
4° trim.	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9				
2024 lug.	12,9	11,5	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,3	2,1	1,6	3,8	2,8				
ago.	13,0	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	2,8				
set.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	2,9				
ott.	13,2	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9				
nov.	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	2,9				
dic.	12,9	11,4	4,2	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,8	3,5	2,9				

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
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 4° trim.	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 1° trim.	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
2° trim.	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
3° trim.	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Debito pubblico										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 4° trim.	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 1° trim.	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
2° trim.	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
3° trim.	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 4° trim.	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 1° trim.	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
2° trim.	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
3° trim.	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Debito pubblico										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 4° trim.	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 1° trim.	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
2° trim.	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
3° trim.	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2025

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 29 gennaio 2025.

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-01-25-044-IT-N (online)