



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 5 / 2024



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Sintesi	3
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	13
3    Prezzi e costi	20
4    Andamenti del mercato finanziario	27
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	31
<b>Riquadri</b>	<b>42</b>
1    Geopolitica e interscambio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: meno rischi nelle importazioni?	42
2    Andamenti recenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro specifici per paese e per settore	47
3    I risultati delle recenti indagini sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro nel 2024	52
4    Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	58
5    La dinamica dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro	63
6    Le informazioni riguardo le pressioni sui prezzi al consumo fornite dalle aspettative sui prezzi di vendita per i servizi	69
7    Il rendimento del capitale e le sue determinanti in tempi recenti	74
8    Proiezioni sui costi dell'invecchiamento: nuove evidenze dall'Ageing Report 2024	79
<b>Articoli</b>	<b>85</b>
1    L'evoluzione del modello di crescita della Cina: sfide e prospettive di sviluppo nel lungo periodo	85
<b>Riquadro 1</b> Prospettive di crescita a lungo termine della Cina	90
<b>Riquadro 2</b> Una valutazione basata su modelli delle ricadute delle sovvenzioni cinesi per i veicoli elettrici	104
2    I conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie dell'area dell'euro	109

<b>Riquadro 1</b>	Conti finanziari distributivi negli Stati Uniti	119
3	Performance empirica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema a partire dal 2000	132
<b>Riquadro 1</b>	Valutare la variabilità nel tempo della capacità predittiva: test delle fluttuazioni e test della razionalità delle fluttuazioni	134
<b>Statistiche</b>		<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione del 18 luglio 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni sono sostanzialmente in linea con la precedente valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di inflazione a medio termine. Sebbene a maggio alcune di quelle relative all'inflazione di fondo abbiano registrato un modesto rialzo a causa di fattori *ad hoc*, a giugno le misure sono rimaste per la maggior parte stabili o sono lievemente diminuite. In linea con le aspettative, l'impatto inflazionistico dell'elevata crescita salariale è stato assorbito dai profitti. La politica monetaria mantiene restrittive le condizioni di finanziamento. Al tempo stesso, le pressioni interne sui prezzi restano alte, l'inflazione dei servizi è elevata ed è probabile che l'inflazione complessiva rimanga al di sopra dell'obiettivo fino a gran parte del prossimo anno.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire tale scopo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire 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 delle prospettive di inflazione alla luce dei nuovi dati economici e finanziari, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

## Attività economica

Le nuove informazioni disponibili indicano che nel secondo trimestre l'economia dell'area dell'euro è cresciuta, seppur a un ritmo probabilmente inferiore rispetto al primo trimestre. I servizi continuano a trainare la ripresa, mentre la produzione industriale e le esportazioni di beni risultano deboli. Gli indicatori relativi agli investimenti segnalano una crescita modesta nel 2024, in un contesto di accresciuta incertezza. In prospettiva, ci si attende che la ripresa sia sostenuta dai consumi, sospinti dal rafforzamento dei redditi reali derivante dal calo dell'inflazione e dall'incremento dei salari nominali. Inoltre, le esportazioni dovrebbero aumentare a fronte della crescita della domanda mondiale. In conclusione, la politica monetaria, col tempo, dovrebbe esercitare un effetto frenante meno incisivo sulla domanda.

Il mercato del lavoro continua a evidenziare una buona tenuta. Il tasso di disoccupazione è rimasto invariato al 6,4 per cento a maggio, confermandosi al livello più basso dall'introduzione dell'euro. L'occupazione, cresciuta dello 0,3 per

cento nel primo trimestre, è stata sostenuta da un'ulteriore espansione delle forze di lavoro, che hanno registrato lo stesso tasso di crescita. È probabile che nel secondo trimestre si siano creati più posti di lavoro, principalmente nel settore dei servizi. Le offerte di lavoro proposte dalle imprese si stanno gradualmente riducendo, seppur a partire da livelli elevati.

Le politiche di bilancio e strutturali adottate a livello nazionale dovrebbero mirare a rendere l'economia più produttiva e competitiva; ciò contribuirebbe a innalzare il potenziale di crescita e a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. L'attuazione efficace, rapida e completa del programma Next Generation EU, i progressi verso la realizzazione di un'unione dei mercati dei capitali e il completamento dell'unione bancaria, nonché il rafforzamento del mercato unico, sono fattori fondamentali che concorrerebbero a promuovere l'innovazione e ad accrescere gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale. Il Consiglio direttivo accoglie con favore i recenti orientamenti della Commissione europea che invitano gli Stati membri dell'UE a rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici, nonché la dichiarazione dell'Eurogruppo sull'orientamento delle politiche di bilancio per l'area dell'euro nel 2025. La piena e tempestiva attuazione del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL.

## Inflazione

A giugno l'inflazione sui dodici mesi è scesa al 2,5 per cento, dal 2,6 di maggio. I prezzi dei beni alimentari sono aumentati a giugno del 2,4 per cento, 0,2 punti percentuali in meno rispetto a maggio, mentre i prezzi dei beni energetici si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Per quanto riguarda la componente dei beni e quella dei servizi, l'inflazione è rimasta invariata a giugno, rispettivamente allo 0,7 e al 4,1 per cento. Sebbene a maggio alcune di quelle relative all'inflazione di fondo abbiano registrato un modesto rialzo a causa di fattori una tantum, a giugno le misure sono rimaste per la maggior parte stabili o sono lievemente diminuite.

L'inflazione interna resta elevata. I salari continuano a crescere a un ritmo sostenuto, compensando il passato periodo di alta inflazione. Salari nominali più elevati, in aggiunta alla bassa produttività, hanno contribuito alla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, che ha tuttavia segnato una certa decelerazione nel primo trimestre di quest'anno. Per effetto dello sfalsamento degli adeguamenti salariali e del notevole contributo dei pagamenti una tantum, è probabile che nel breve termine la crescita del costo del lavoro rimanga elevata. Allo stesso tempo, i dati recenti sui redditi per occupato sono in linea con le aspettative e gli ultimi indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano una moderazione della dinamica salariale nel corso del prossimo anno. Inoltre, gli utili hanno registrato una contrazione nel primo trimestre, contribuendo a compensare l'effetto inflazionistico del più elevato costo del lavoro per unità di prodotto, e i risultati delle indagini suggeriscono che dovrebbero continuare a subire una flessione nel breve periodo.

Ci si attende che l'inflazione oscilli intorno ai livelli attuali per il resto dell'anno, in parte a causa degli effetti base connessi all'energia, per poi scendere

approssimandosi all'obiettivo nella seconda metà del prossimo anno, in conseguenza della più debole crescita del costo del lavoro, degli effetti della politica monetaria restrittiva perseguita dal Consiglio direttivo e del venir meno dell'impatto del passato aumento dell'inflazione. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine sono rimaste sostanzialmente stabili, collocandosi prevalentemente intorno al 2 per cento.

## Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica sono orientati verso il basso. L'espansione dell'area dell'euro risentirebbe di un indebolimento dell'economia mondiale o dell'acuirsi delle tensioni commerciali tra le maggiori economie. La guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente rappresentano significative fonti di rischio geopolitico. Ciò potrebbe indurre una perdita di fiducia riguardo al futuro in famiglie e imprese e produrre interruzioni negli scambi internazionali. L'espansione economica potrebbe inoltre risultare più contenuta se gli effetti della politica monetaria si rivelassero più forti delle attese. Potrebbe invece risultare superiore se l'inflazione diminuisse più rapidamente del previsto e se l'incremento della fiducia e dei redditi reali comportasse aumenti della spesa maggiori di quanto anticipato, oppure se la crescita dell'economia mondiale fosse più forte delle aspettative.

L'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati di quanto previsto se i salari o i profitti aumentassero più delle attese. Rischi al rialzo per l'inflazione provengono anche dalle accresciute tensioni geopolitiche, che potrebbero far aumentare i prezzi dell'energia e i costi di trasporto nel breve periodo e causare interruzioni nel commercio mondiale. Inoltre i fenomeni meteorologici estremi, e più in generale il dispiegarsi della crisi climatica, potrebbero far salire i prezzi dei beni alimentari. Per contro, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda più di quanto atteso o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo.

## Condizioni finanziarie e monetarie

La riduzione dei tassi di riferimento di giugno si è trasmessa in modo ordinato ai tassi di interesse del mercato monetario, mentre le condizioni finanziarie più generali hanno mostrato una certa volatilità. I costi di finanziamento rimangono restrittivi, giacché i passati incrementi dei tassi di riferimento continuano a esercitare i loro effetti lungo la catena di trasmissione. A maggio il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese è sceso lievemente, al 5,1 per cento, mentre i tassi sui mutui ipotecari sono rimasti invariati al 3,8 per cento.

I criteri di concessione dei prestiti si mantengono restrittivi. In base all'indagine sul credito bancario di luglio 2024, i criteri di erogazione del credito alle imprese si sono irrigiditi lievemente nel secondo trimestre, mentre quelli per i mutui ipotecari hanno registrato un moderato allentamento. La domanda di prestiti da parte delle imprese

si è ridotta leggermente, mentre la domanda di mutui da parte delle famiglie è aumentata per la prima volta dagli inizi del 2022.

Nel complesso, la dinamica del credito resta debole. A maggio i prestiti bancari a imprese e famiglie sono cresciuti dello 0,3 per cento sui dodici mesi, un livello appena superiore rispetto al mese precedente. L'aggregato monetario ampio, misurato da M3, a maggio è salito all'1,6 per cento sui dodici mesi, dall'1,3 di aprile.

## Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimangono invariati, rispettivamente al 4,25, al 4,50 e al 3,75 per cento.

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

Riguardo al programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP), l'Eurosistema non reinveste più tutto il capitale rimborsato sui titoli in scadenza, riducendo il portafoglio di 7,5 miliardi di euro al mese, in media. Il Consiglio direttivo intende terminare i reinvestimenti nel quadro di tale programma alla fine del 2024.

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

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

## Conclusioni

Nella riunione del 18 luglio 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine e manterrà i tassi di riferimento su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire tale scopo. Per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire 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 delle prospettive di inflazione alla luce dei nuovi dati economici e finanziari, della dinamica dell'inflazione di fondo e dell'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 ritorni sul suo obiettivo di medio termine e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria.

## Contesto esterno

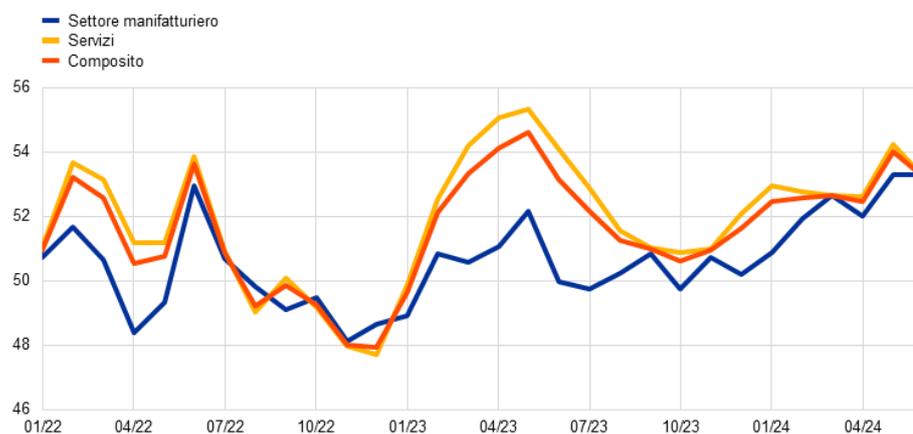
*Nel secondo trimestre del 2024 l'attività economica e il commercio mondiali si sono mantenuti su una stabile traiettoria ascendente. I risultati delle indagini indicano che probabilmente l'economia mondiale stia per entrare in una fase di ricostituzione delle scorte, che dovrebbe sostenere l'interscambio nel prossimo periodo. L'inflazione continua a moderarsi, ma persistono pressioni sui prezzi dei servizi.*

**L'attività mondiale, esclusa l'area dell'euro, continua a seguire una tendenza al rialzo costante.** A giugno, l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è rimasto in territorio espansivo (cfr. il grafico 1). L'indice complessivo è sceso da 54,0 a maggio a 53,2 a giugno, avvicinandosi alla sua media di lungo periodo. Ciò riflette un indebolimento dell'attività relativa ai servizi, mentre il prodotto nel settore manifatturiero è rimasto invariato. L'attività nel comparto dei servizi si è moderata nella maggior parte delle principali economie, compresa in particolare la Cina, pur rimanendo in territorio espansivo. Il modello della BCE per la stima della crescita a brevissimo termine conferma che l'espansione mondiale è in corso. Sebbene tale valutazione sia principalmente basata su dati qualitativi, viene sostenuta anche dalla maggioranza dei dati quantitativi. Nel complesso, ciò suggerisce che nel secondo trimestre del 2024 la crescita dell'attività mondiale abbia continuato a registrare una stabile tendenza al rialzo.

### Grafico 1

#### PMI mondiale relativo al prodotto

(indici di diffusione)



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

**L'interscambio mondiale ha segnato una ripresa all'inizio dell'anno e dovrebbe rafforzarsi ulteriormente, sorretto dalla recente inversione del ciclo delle scorte.** Il recupero atteso rispetto alla debolezza dell'interscambio dello scorso anno è stato confermato dai dati quantitativi, con la crescita delle importazioni a livello mondiale che nel primo trimestre dell'anno ammontava allo 0,6 per cento sul periodo precedente. Dati più robusti sulla produzione industriale indicano un'ulteriore ripresa della crescita dell'interscambio nel breve periodo. Anche la recente inversione del

ciclo mondiale delle scorte ha stimolato il commercio. Nella seconda metà del 2023 la crescita delle scorte ha subito un brusco calo, diventando perfino negativa, il che suggerisce che l'aumento della domanda sia stato in parte soddisfatto attingendo a esse. I dati delle indagini suggeriscono una ricostituzione delle scorte in risposta al continuo aumento dei nuovi ordinativi nel 2024. Di fatto, le rilevazioni del PMI relative alle scorte a livello mondiale sono aumentate più rapidamente rispetto alle misure dei nuovi ordini. Ciò suggerisce la possibilità che l'economia mondiale stia entrando in una fase di ricostituzione delle scorte, il che potrebbe sostenere il commercio in futuro<sup>1</sup>.

**L'inflazione nei paesi dell'OCSE ha continuato a moderarsi, tuttavia persistono pressioni sui prezzi dei servizi.**

A maggio il tasso di inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è sceso lievemente al 2,9 per cento, dal 3,0 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Al netto delle componenti alimentare ed energetica, l'inflazione di fondo nei paesi dell'OCSE ha continuato a diminuire, collocandosi al 3,2 per cento a maggio, in calo di 0,1 punti percentuali rispetto al dato di aprile. La diminuzione dei prezzi dei beni e il rallentamento degli aumenti per alcune componenti dei servizi stanno attenuando le spinte inflazionistiche nelle economie avanzate. Tuttavia, nei settori ad alta intensità di lavoro, quali ristoranti e alberghi, intrattenimento, cultura e assistenza sanitaria, l'inflazione rimane elevata, mostrando solo deboli movimenti in direzione dei tassi medi precedenti la pandemia. Ciò suggerisce che in molti paesi la crescita dei salari rimanga sostenuta, in presenza di condizioni tese nei mercati del lavoro. Inoltre, il tasso di variazione dei prezzi dei canoni di locazione è ancora elevato e spesso su livelli molto superiori a quelli antecedenti l'emergenza sanitaria. In prospettiva, l'inflazione complessiva misurata sull'IPC dovrebbe continuare a diminuire solo gradualmente.

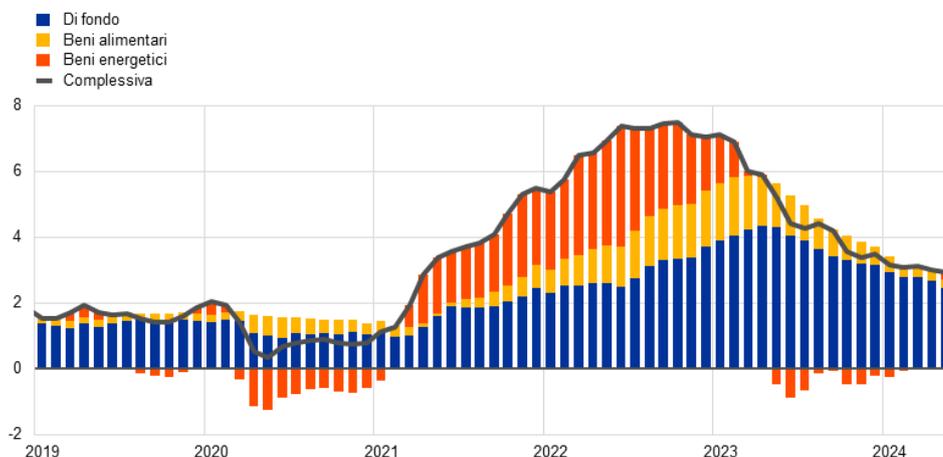
---

<sup>1</sup> Il riquadro 1 di questo Bollettino esamina, sulla base di dati dettagliati a livello di prodotto, se e come l'area dell'euro e gli Stati Uniti abbiano modificato le loro strategie di approvvigionamento delle importazioni dal 2016, il ruolo delle tensioni geopolitiche e il potenziale impatto sui prezzi all'importazione.

## 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 maggio 2024.

### Dall'ultima riunione del Consiglio direttivo, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite di circa l'11 per cento, sulla scia di aspettative di un inasprimento dell'offerta e di crescenti timori geopolitici.

I corsi petroliferi hanno segnato un sostanziale recupero dopo che i funzionari dell'OPEC+ hanno chiarito che il graduale venir meno della riduzione volontaria della produzione annunciata nella riunione di giugno dipenderà dalle condizioni di mercato prevalenti, il che ha indicato la possibilità di un inasprimento dell'offerta rispetto a quanto inizialmente previsto. Le tensioni geopolitiche, inclusi i rinnovati timori di un intensificarsi del conflitto con il coinvolgimento di Hezbollah in Libano, i raid di droni ucraini sulle strutture petrolifere russe e gli attacchi degli Huthi alle navi cargo nel Mar Rosso, hanno contribuito ad accrescere la preoccupazione di potenziali interruzioni dell'offerta e hanno mantenuto elevati i prezzi del petrolio. I prezzi del gas in Europa sono diminuiti del 5,5 per cento, nonostante una maggiore volatilità del mercato causata dalle interruzioni dell'approvvigionamento in Norvegia. Nel complesso, la volatilità del mercato del gas sembra stabilizzarsi su livelli medi storici, in quanto l'Europa è riuscita ad assicurarsi forniture da fonti alternative e i livelli di stoccaggio del gas rimangono elevati. Le sanzioni dell'UE, che vietano le riesportazioni di GNL russo attraverso i porti dell'UE, dovrebbero avere un impatto modesto sul mercato del gas, in quanto non incidono direttamente sulle importazioni dell'UE e i volumi di trasbordo russo sono piuttosto ridotti. I prezzi dei metalli sono diminuiti in misura marginale, mentre quelli delle derrate alimentari sono scesi di circa il 7 per cento, grazie alle notizie positive dal lato dell'offerta in merito ai raccolti di frumento e al perdurare della moderazione dei prezzi del cacao.

### Negli Stati Uniti si è moderato lo slancio sia dell'attività sia dell'inflazione.

La spesa per consumi in termini reali è stata rivista al ribasso per il primo trimestre di quest'anno e gli ultimi dati mensili suggeriscono che la crescita dei consumi potrebbe essere altrettanto contenuta nel secondo trimestre. Ciò rappresenta una significativa decelerazione rispetto al ritmo registrato nella seconda metà del 2023.

Inoltre, a giugno sono stati aggiunti 206.000 posti di lavoro nel settore non agricolo, determinando un importante rallentamento nel secondo trimestre rispetto al primo, a conferma del fatto che il mercato del lavoro negli Stati Uniti si stia raffreddando. Anche la crescita media delle retribuzioni orarie è diminuita notevolmente rispetto al picco di marzo 2022, ma, collocandosi al 3,9 per cento, resta incompatibile con l'obiettivo di inflazione del 2 per cento, come dichiarato dai funzionari della Federal Reserve. A giugno l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa al 3,0 per cento, mentre l'inflazione di fondo ha subito un lieve calo, al 3,3 per cento. La dinamica dell'inflazione si è a sua volta indebolita, in particolare nei prezzi dei servizi diversi dai canoni di locazione, tra le principali determinanti dell'inflazione elevata all'inizio dell'anno. Nella riunione di giugno il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere l'obiettivo per il tasso sui Federal Fund entro un intervallo compreso tra il 5,25 e il 5,5 per cento. Nelle proiezioni economiche di giugno, il FOMC ha mantenuto la prospettiva di un graduale rallentamento della crescita del PIL, ma ha aumentato lievemente le proiezioni di inflazione complessiva e di fondo per il 2024 e il 2025, lasciando inalterata l'aspettativa di raggiungere il proprio obiettivo di inflazione entro la fine del 2026.

#### **In Cina le debolezze di fondo dell'economia ne stanno moderando la crescita.**

Nel primo trimestre del 2024 la crescita del PIL in termini reali ha subito un brusco rallentamento, scendendo dall'1,5 allo 0,7 per cento su base trimestrale, in quanto la contrazione osservata nel settore immobiliare ha frenato la spesa per consumi ed è venuto meno l'impulso di bilancio derivante da un programma di stimolo della fine del 2023. Tale dato è risultato in certa misura al di sotto delle aspettative generali di mercato. Nel primo trimestre la crescita del PIL su base annua è diminuita dal 5,3 al 4,7 per cento. Inoltre, gli indicatori mensili dell'attività relativi a giugno hanno evidenziato un calo delle vendite al dettaglio e ancora una moderazione della produzione industriale, entrambi indici di un'ulteriore decelerazione del ritmo di crescita alla fine del secondo trimestre. Solo le esportazioni sono rimaste un motore della crescita, a suggerire che l'impatto dei dazi proposti dall'UE sulle esportazioni cinesi sarà limitato. Un nuovo pacchetto di sostegno al mercato degli immobili residenziali segna un cambiamento delle politiche, sebbene il suo impatto sull'attività immobiliare non sia ancora osservabile. In prospettiva, tale mercato dovrebbe continuare a frenare la crescita, con potenziali rischi al rialzo derivanti dalle nuove misure di politica economica.

**Nel Regno Unito si è verificata una ripresa della crescita, mentre l'inflazione è scesa al 2 per cento.** Dopo la stagnazione di aprile, a maggio l'attività economica è aumentata dello 0,4 per cento su base mensile. La crescita è stata particolarmente vigorosa nei servizi, sebbene anche la produzione industriale e le costruzioni abbiano registrato un'espansione. Nel complesso, la capacità di tenuta dei consumatori prevale, a fronte del persistere di condizioni monetarie tese. L'inflazione complessiva misurata sull'IPC del Regno Unito è scesa al 2 per cento a maggio. I prezzi dei beni energetici continuano a spingere verso il basso l'inflazione, ma con l'attenuarsi degli effetti base nella seconda metà dell'anno, l'inflazione complessiva dovrebbe tornare ad aumentare. L'inflazione dei servizi è rimasta elevata e statica. Contrariamente alle aspettative, lo slancio nei prezzi e nei salari dei servizi è ripreso nuovamente di recente. Ciò riflette in parte, probabilmente, l'aumento del salario

minimo nazionale avvenuto in aprile, unitamente alla capacità di tenuta dell'attività. La persistenza dell'inflazione nei servizi è stata una delle ragioni per cui la Bank of England ha mostrato cautela nella riunione di giugno del Monetary Policy Committee, decidendo di mantenere il tasso di riferimento stabile al 5,25 per cento.

## 2 Attività economica

*Nel primo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è salito dello 0,3 per cento sul periodo precedente. Tale ripresa della crescita, dopo cinque trimestri di sostanziale ristagno dell'attività, è stata trainata dai servizi, mentre nel comparto industriale il valore aggiunto ha registrato una contrazione. Gli indicatori più recenti, inclusi quelli relativi alle indagini, segnalano il proseguire dell'espansione sospinta dai servizi nel secondo trimestre. Data la debolezza dei dati sulla produzione industriale fino a maggio, è probabile che il settore manifatturiero abbia continuato a esercitare un freno sulla crescita. I risultati delle indagini congiunturali suggeriscono che nell'industria la produzione si conferma fragile, essendo più esposta alla politica monetaria ancora restrittiva e all'incertezza mondiale. Nel complesso, secondo le aspettative, l'economia dell'area dell'euro continuerebbe il proprio percorso di ripresa nel prosieguo dell'anno, sostenuta principalmente dai consumi, trainati dal rafforzamento dei redditi reali conseguente al calo dell'inflazione e alla crescita dei salari nominali. Nei prossimi trimestri, inoltre, le esportazioni dovrebbero beneficiare del miglioramento della domanda mondiale, sebbene le sfide poste dalla concorrenza esterna rappresentino un potenziale rischio al ribasso. In conclusione, la politica monetaria, col tempo, dovrebbe esercitare un effetto frenante meno incisivo sulla domanda.*

**Nel primo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è salito dello 0,3 per cento sul periodo precedente.** L'interscambio netto ha fornito un contributo positivo alla crescita, mentre l'apporto offerto dalla domanda interna e dalla variazione delle scorte è stato negativo (cfr. il grafico 3). Si stima che, al netto del brusco calo degli investimenti diversi dalle costruzioni registrato in Irlanda, il contributo della domanda interna sia stato lievemente positivo. La ripresa dell'attività economica è stata trainata dal valore aggiunto nei servizi.

**Nel secondo trimestre l'attività economica ha continuato a crescere a un ritmo analogo<sup>2</sup>.** I dati più recenti suggeriscono che nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali ha verosimilmente continuato a essere trainata dai servizi. A maggio la produzione industriale si è notevolmente ridotta, collocandosi, nei primi due mesi del secondo trimestre, su livelli invariati rispetto al primo. L'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto è stato pari a 51,6 nel secondo trimestre, in aumento dal valore di 49,2 segnato nel primo, indicando quindi una crescita positiva e proseguendo la tendenza al rialzo iniziata alla fine del 2023. Quanto ai vari settori, il PMI relativo al prodotto nel comparto manifatturiero è rimasto in territorio negativo nel secondo trimestre e i dati relativi a giugno hanno mostrato l'azzeramento dei guadagni realizzati ad aprile e a maggio. Analogamente, i PMI relativi al totale dei nuovi ordinativi e ai nuovi ordinativi dall'estero sono stati deboli e, dato il loro contenuto più prospettico, segnalano una mancanza di vigore del settore manifatturiero anche nel terzo trimestre (cfr. il pannello a) del grafico 4). Per contro, il PMI relativo al prodotto nel settore dei servizi è rimasto in territorio espansivo nel secondo trimestre, malgrado

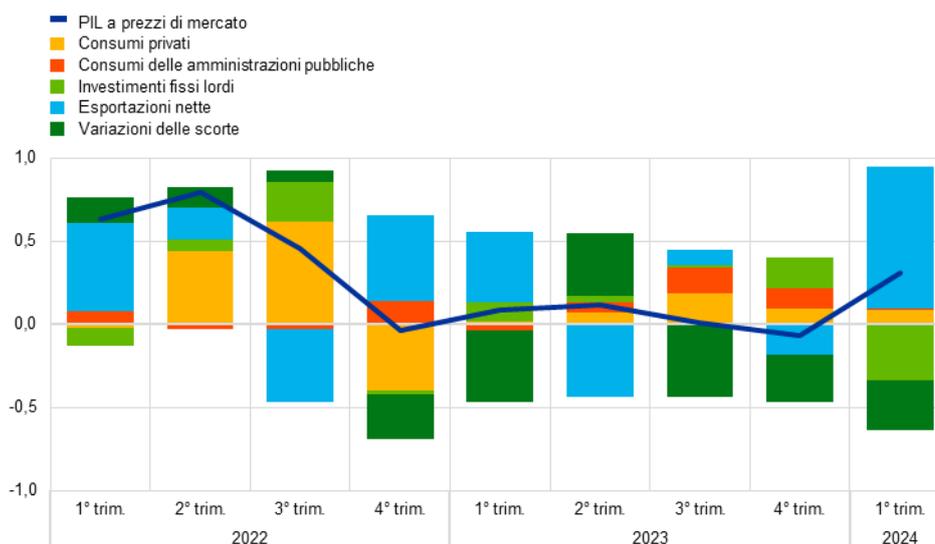
<sup>2</sup> Secondo la stima rapida diffusa dall'Eurostat il 30 luglio, nel secondo trimestre dell'anno il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento. Tale stima non era disponibile al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio.

un modesto indebolimento evidenziato a giugno (cfr. il pannello b) del grafico 4). Ad aprile, inoltre, la produzione nel comparto dei servizi ha superato dello 0,7 per cento il livello del primo trimestre.

### Grafico 3

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

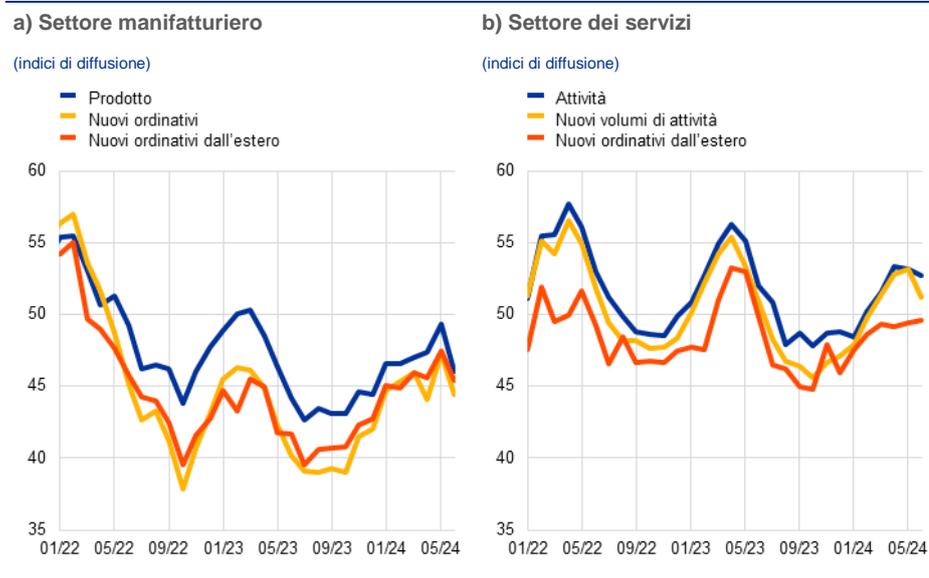
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

**I dati prospettici desunti dalle indagini segnalano il proseguire di una robusta dinamica dei servizi nel terzo trimestre del 2024.** I risultati relativi a giugno dell'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori suggeriscono che la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti per i prossimi tre mesi rimane robusta, in particolare nel settore dei viaggi. Le principali evidenze emerse dalle recenti interlocuzioni della BCE con le società non finanziarie confermano questo quadro: le società contattate hanno segnalato un'intensa stagione turistica e crescenti segnali di una modesta ripresa trainata dai consumi (cfr. il riquadro 4). Allo stesso tempo, vi sono segnali contrastanti circa l'ipotesi che la debolezza del settore manifatturiero sia sul punto di invertire la rotta. A giugno il clima di fiducia nel settore industriale è rimasto complessivamente stabile, in quanto le aspettative a tre mesi espresse dalle imprese sulla produzione e le loro valutazioni del livello degli ordinativi sono rimaste sostanzialmente invariate. Secondo l'indagine della Commissione europea presso le imprese, tuttavia, un numero maggiore di queste segnala scorte di prodotti finiti superiori alla norma, suggerendo una protratta debolezza della domanda di beni. Nel contempo, la valutazione della BCE circa i principali risultati emersi dai suoi recenti contatti con le società non finanziarie indica che l'attività manifatturiera in termini aggregati sarebbe in procinto di superare il punto di minimo (cfr. il riquadro 4). In prospettiva, le tensioni commerciali e l'incertezza geopolitica continueranno a creare condizioni sfavorevoli per il settore manifatturiero. Persistono tuttavia fattori positivi a sostegno della ripresa dell'attività economica. Tra questi figurano il continuo rafforzamento dei redditi reali a fronte della minore inflazione e di condizioni favorevoli sul mercato del lavoro, lo slancio del

settore dei servizi e il graduale venir meno, atteso nel corso del tempo, dell'azione frenante esercitata dalla politica monetaria sulla domanda.

#### Grafico 4

##### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



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

#### L'occupazione continua a crescere, sostenuta da forze di lavoro in

**espansione.** Nel primo trimestre del 2024 l'occupazione e il totale delle ore lavorate sono aumentati dello 0,3 per cento sul periodo precedente (cfr. il grafico 5).

La produttività del lavoro è rimasta invariata in quanto l'occupazione e le ore lavorate sono cresciute allo stesso ritmo del PIL<sup>3</sup>. Il dato implicito relativo alle forze di lavoro, desunto dal tasso di disoccupazione e dal numero di disoccupati, quest'anno è salito dello 0,5 per cento fino a maggio, rappresentando un'importante fonte di crescita dell'occupazione. A maggio il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,4 per cento, invariato da aprile, confermandosi sul livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro permane su livelli elevati, sebbene nel primo trimestre del 2024 il tasso di posti vacanti sia lievemente diminuito, portandosi al 2,8 per cento, valore inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente.

#### Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro segnalano il perdurare della crescita dell'occupazione nel secondo trimestre del 2024.

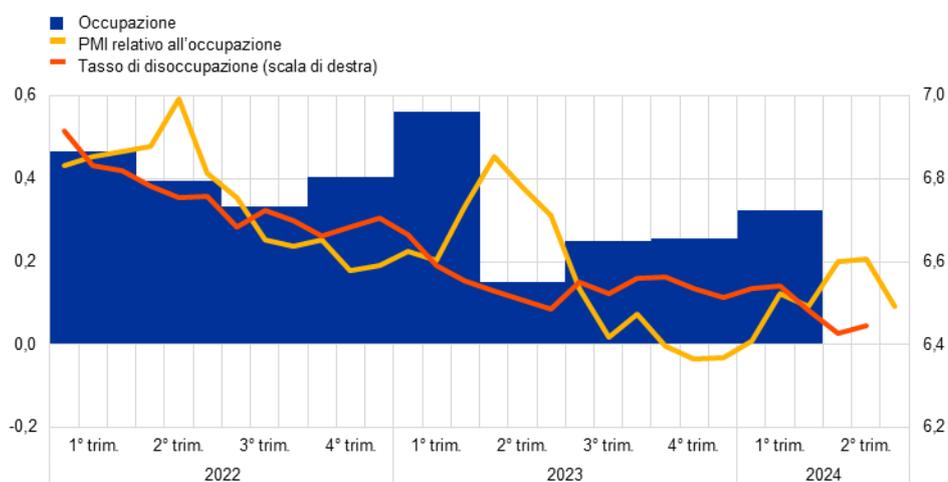
L'indice PMI composito mensile relativo all'occupazione è sceso da 52,1 a maggio a 50,9 a giugno. La media relativa al secondo trimestre si colloca a 51,7 e suggerisce un ulteriore incremento dell'occupazione (cfr. il grafico 5). La percezione positiva della crescita dell'occupazione è stata trainata dal settore dei servizi, dal momento che le costruzioni e il comparto manifatturiero continuano restare in territorio negativo.

<sup>3</sup> Per un'analisi più approfondita, cfr. il riquadro 2 *Andamenti recenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro specifici per paese e per settore* in questo numero del Bollettino.

## 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.

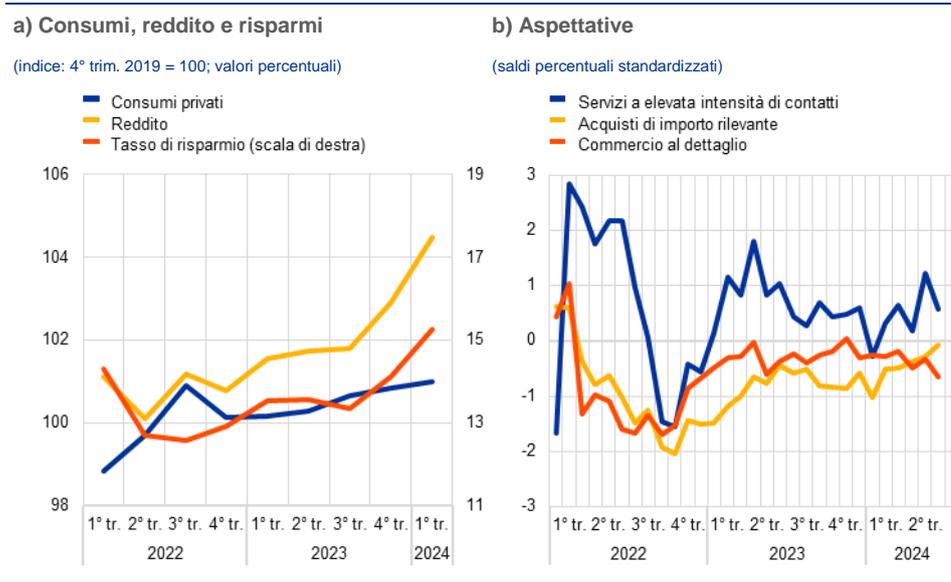
Note: le due linee indicano gli andamenti mensili; gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50, poi divisa per 10. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per l'occupazione, a giugno 2024 per il PMI relativo all'occupazione e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

**La crescita dei consumi privati è rimasta modesta all'inizio del 2024, ma le indagini suggeriscono un rafforzamento della dinamica della spesa delle famiglie.** Nel primo trimestre i consumi privati sono aumentati dello 0,2 per cento, sostenuti dalla ripresa di quelli di beni, dopo aver evidenziato una dinamica molto debole nel 2023. Nello stesso trimestre il reddito disponibile reale è cresciuto, sorretto dal calo dell'inflazione e dalla vigorosa espansione dei salari nominali, in un contesto caratterizzato dalla buona tenuta del mercato del lavoro. Il tasso di risparmio delle famiglie è salito al 15,3 per cento nel primo trimestre del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 6), in quanto l'aumento del reddito ha avuto luogo in una fase di incertezza ancora elevata e di condizioni di finanziamento restrittive, quali i rigidi criteri applicati all'erogazione del credito al consumo. I dati quantitativi più recenti relativi al secondo trimestre mostrano segnali contrastanti circa la dinamica del consumo di beni: rispetto ai livelli del primo trimestre, ad aprile e a maggio il fatturato del commercio al dettaglio è aumentato dello 0,3 per cento, mentre le immatricolazioni di autovetture sono diminuite del 3,7. Le indagini suggeriscono un rafforzamento della crescita della spesa delle famiglie nel breve periodo. A giugno l'indicatore dell'incertezza dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è diminuito, mentre quello relativo al loro clima di fiducia ha registrato un miglioramento. Quest'ultimo, tuttavia, è ancora inferiore alla propria media precedente la pandemia, di riflesso alle modeste attese espresse circa l'economia e la situazione finanziaria delle famiglie. Le aspettative delle imprese concernenti la domanda di servizi a elevata intensità di contatti nei prossimi tre mesi rimangono robuste, mentre gli acquisti di importo rilevante previsti dai consumatori nei prossimi dodici mesi sono risaliti alla media segnata prima della pandemia (cfr. il pannello b) del grafico 6). Queste evidenze riguardanti una riduzione attesa del divario tra beni di consumo e servizi sono suffragate dai risultati dell'ultima indagine sulle aspettative

dei consumatori condotta dalla BCE, secondo cui cresce la propensione a effettuare acquisti di importo rilevante nei prossimi dodici mesi e, allo stesso tempo, resta elevata la domanda attesa di servizi turistici.

### Grafico 6

Consumi privati, reddito e risparmi; aspettative per il commercio al dettaglio, i servizi a elevata intensità di contatti e gli acquisti di importo rilevante



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello a) il reddito si riferisce al reddito disponibile reale corretto delle famiglie e al tasso di risparmio delle famiglie in percentuale di tale reddito. Nel pannello b) le aspettative delle imprese per la domanda di servizi a elevata intensità di contatti e quelle per il commercio al dettaglio si riferiscono ai tre mesi successivi, mentre le aspettative dei consumatori per gli acquisti di importo rilevante si riferiscono ai dodici mesi successivi; la prima serie è standardizzata sul periodo gennaio 2005-2019, per motivi legati alla disponibilità dei dati, mentre le altre due serie si riferiscono al periodo 1999-2019; la voce "Servizi a elevata intensità di contatti" comprende i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per i consumi privati e a giugno 2024 per le aspettative relative ai servizi a elevata intensità di contatti, al commercio al dettaglio e agli acquisti di importo rilevante.

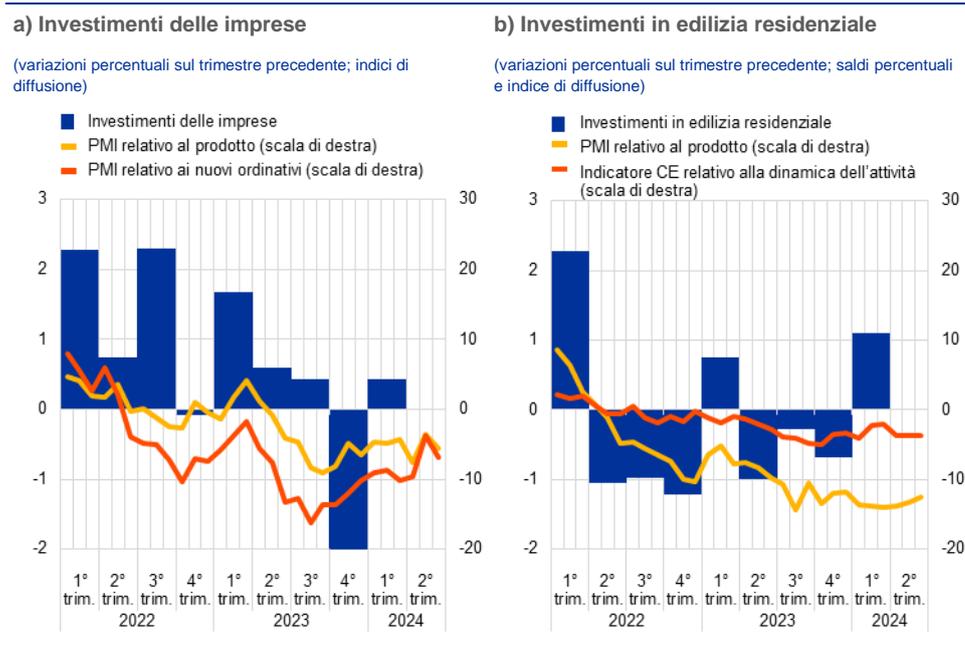
**Gli investimenti delle imprese hanno registrato un moderato aumento nel primo trimestre del 2024; per il resto dell'anno gli indicatori di breve periodo e le indagini congiunturali segnalano una dinamica contenuta (cfr. il pannello a) del grafico 7).** Nel primo trimestre del 2024 gli investimenti diversi dalle costruzioni (al netto delle attività immateriali irlandesi) sono aumentati dello 0,5 per cento sul periodo precedente, recuperando circa il 25 per cento del calo segnato nel quarto trimestre del 2023. Quanto alle attività, sia gli investimenti in macchinari e attrezzature sia quelli in beni immateriali hanno fornito un contributo positivo agli investimenti delle imprese a partire dall'inizio della pandemia. Per contro, secondo i

recenti contatti della BCE con le società non finanziarie, gli investimenti in mezzi di trasporto sono stati ostacolati dalla protratta incertezza riguardo alla transizione ecologica e dal ridimensionamento delle industrie a elevata intensità energetica (cfr. il riquadro 4). Gli indici PMI relativi al prodotto e ai nuovi ordinativi nel settore dei beni di investimento segnalano una perdurante debolezza in questa categoria di investimenti fissi lordi nel secondo trimestre. Per lo stesso trimestre la recente [indagine sul credito bancario](#) e l'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento nell'area dell'euro](#), condotte dalla BCE, hanno continuato a indicare condizioni di finanziamento restrittive. I riscontri forniti dai referenti societari intervistati dalla BCE suggeriscono che le imprese continuano a investire in misure di contenimento dei

costi, in un contesto caratterizzato da carenza di manodopera e forte concorrenza a livello mondiale. Si attendono tuttavia che quest'anno gli investimenti rimangano contenuti a fronte dell'incertezza ancora elevata. Analogamente, l'indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea segnala una dinamica modesta degli investimenti delle imprese nel 2024 (cfr. il riquadro 3).

## Grafico 7

### 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 gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Le linee si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese e a giugno 2024 per i PMI. 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 primo trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale e a giugno 2024 per l'indagine della Commissione europea e i PMI.

### Nel primo trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno segnato una ripresa, ma gli indicatori quantitativi e quelli qualitativi suggeriscono una probabile contrazione nel trimestre successivo (cfr. il pannello b) del grafico 7).

Nel primo trimestre gli investimenti in edilizia residenziale sono aumentati dell'1,1 per cento sul periodo precedente, principalmente a causa dei favorevoli effetti a tantum prodotti dalle miti condizioni climatiche in Germania e dei generosi incentivi fiscali in Italia. Tuttavia, le concessioni rilasciate per l'edilizia residenziale si sono stabilizzate su livelli storicamente bassi, a indicare che le pressioni derivanti dai progetti programmati sono state limitate. Ad aprile 2024, inoltre, il prodotto delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è diminuito dello 0,4 per cento rispetto al livello medio registrato nel primo trimestre dell'anno. In aggiunta, 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 in territorio negativo fino a giugno, principalmente, nel caso del secondo indicatore, per effetto di

un peggioramento della domanda. Nel complesso tali andamenti suggeriscono che gli investimenti in edilizia residenziale sono probabilmente diminuiti nel secondo trimestre. In prospettiva, le recenti indagini della BCE segnalano un rallentamento del ritmo di contrazione. Nell'indagine di maggio sulle aspettative dei consumatori le attese delle famiglie riguardanti il mercato degli immobili residenziali sono rimaste deboli, ma più favorevoli rispetto alla fine del 2023, come emerge dalla maggiore appetibilità degli investimenti in abitazioni. Nell'indagine telefonica presso le imprese pubblicata a luglio le società di costruzione hanno segnalato una perdurante debolezza dell'attività, ma una ripresa attesa per la seconda metà del 2024. Nell'indagine di luglio sul credito bancario sono state espresse aspettative di miglioramento della dinamica dei criteri per la concessione del credito e della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.

**Le esportazioni dell'area dell'euro hanno ristagnato ad aprile 2024, nonostante la ripresa della domanda estera.** A giugno gli ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero hanno continuato a registrare una marcata contrazione, mentre il comparto dei servizi ha evidenziato una maggiore capacità di tenuta, con ordinativi dall'estero stabili. Il ristagno della crescita delle esportazioni è in linea con una più ampia tendenza alla riduzione evidenziata dalle quote di mercato dell'area dell'euro, aggravata dalle strozzature dal lato dell'offerta e dagli shock subiti dai prezzi dell'energia, che hanno colpito l'area in misura maggiore a causa del suo elevato livello di integrazione nelle catene globali del valore e della natura interna dello shock alle forniture di gas. Allo stesso tempo la crescita delle importazioni ha mostrato segnali di ripresa, con un aumento dello 0,9 per cento su base trimestrale dei volumi di beni importati dall'esterno dell'area ad aprile, in presenza di un maggiore vigore dei consumi interni. I costi del trasporto marittimo sono nuovamente in aumento, in particolare tra la Cina e l'Europa, dal momento che la domanda mondiale si rafforza e le imprese anticipano gli ordinativi natalizi più del solito, a causa delle turbative nel Mar Rosso e di tempi di trasporto più lunghi (cfr. il riquadro 4). Malgrado le tensioni geopolitiche in atto, non si è osservata alcuna tendenza chiara all'affrancamento dalla Cina quale paese di approvvigionamento principale (cfr. il riquadro 1).

**In sintesi, dopo un positivo inizio d'anno, l'attività economica dell'area dell'euro dovrebbe continuare a segnare una ripresa nel corso del 2024, nonostante la perdurante incertezza.** Le tensioni commerciali e l'incertezza geopolitica continueranno a creare condizioni sfavorevoli per il settore manifatturiero e, di conseguenza, per gli investimenti. Tuttavia, il calo dell'inflazione e la robusta crescita dei salari dovrebbero essere alla base di ulteriori aumenti dei redditi disponibili reali e, quindi, dei consumi privati. Nei prossimi trimestri, inoltre, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero aumentare di pari passo con il miglioramento della crescita mondiale. In conclusione, la politica monetaria, col tempo, dovrebbe esercitare un effetto frenante meno incisivo sulla domanda.

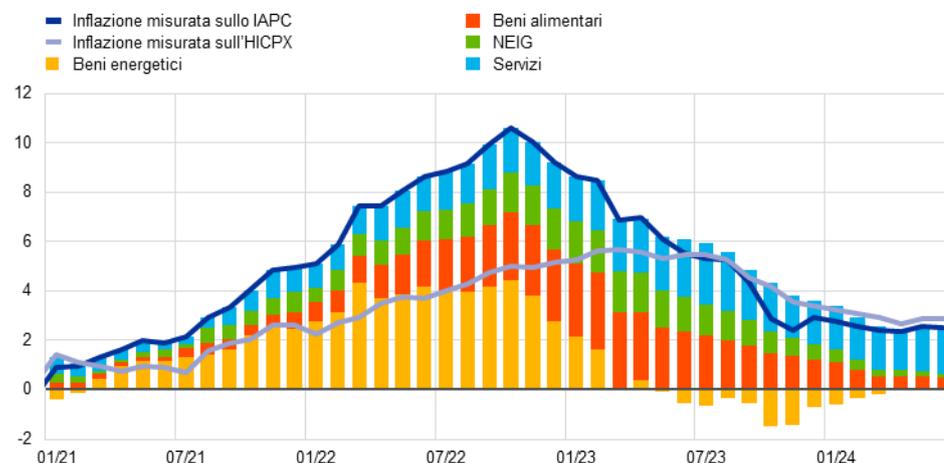
A giugno l'inflazione complessiva nell'area dell'euro si è collocata al 2,5 per cento, in calo rispetto al 2,6 per cento di maggio. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è stata pari al 2,9 per cento a giugno, invariata rispetto a maggio, ma in rialzo rispetto al 2,7 per cento di aprile. Sebbene a maggio alcune misure dell'inflazione di fondo siano aumentate lievemente, a causa di fattori una tantum, a giugno per la maggior parte sono rimaste stabili o sono diminuite leggermente. Le pressioni interne sui prezzi si sono attenuate nel primo trimestre del 2024, di riflesso a un calo degli utili unitari più marcato del previsto, mentre la crescita salariale si è mantenuta elevata. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano per lo più intorno al 2 per cento, mentre quelle delle aspettative a più breve termine sono diminuite.

**L'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è scesa al 2,5 per cento a giugno, dal 2,6 di maggio (cfr. il grafico 8).** Il calo è stato determinato dai minori tassi di inflazione di beni alimentari ed energetici. Ha fatto seguito a un aumento dal 2,4 per cento ad aprile e ha confermato le precedenti aspettative di fluttuazioni dell'inflazione attorno agli attuali livelli, in parte a causa di effetti base legati all'energia.

### Grafico 8

#### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo NEIG indica i beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

**A giugno l'inflazione dei beni energetici è scesa allo 0,2 per cento, rispetto allo 0,3 di maggio, quando è diventata nuovamente positiva dopo quasi un anno di tassi negativi.** I principali fattori alla base della diminuzione sono stati i prezzi dei trasporti e dei combustibili liquidi. Essi riflettono il recente declino dei prezzi del petrolio e il brusco calo dei margini di raffinazione della benzina. I prezzi di elettricità e gas sono aumentati, ma hanno continuato a contribuire negativamente all'inflazione dei beni energetici.

**L'inflazione dei beni alimentari si è indebolita ulteriormente, scendendo al 2,4 per cento a giugno, dal 2,6 di maggio.**

Il calo è stato determinato principalmente dall'inflazione dei beni alimentari non trasformati (1,3 per cento a giugno, dall'1,8 di maggio). L'inflazione dei beni alimentari trasformati è diminuita lievemente a giugno, al 2,7 per cento dal 2,8 di maggio. Il calo della crescita sui dodici mesi dell'inflazione dei beni alimentari è riconducibile a un effetto base al ribasso associato alla forte accelerazione dei prezzi registrata un anno fa dalla più volatile componente dei beni alimentari non trasformati.

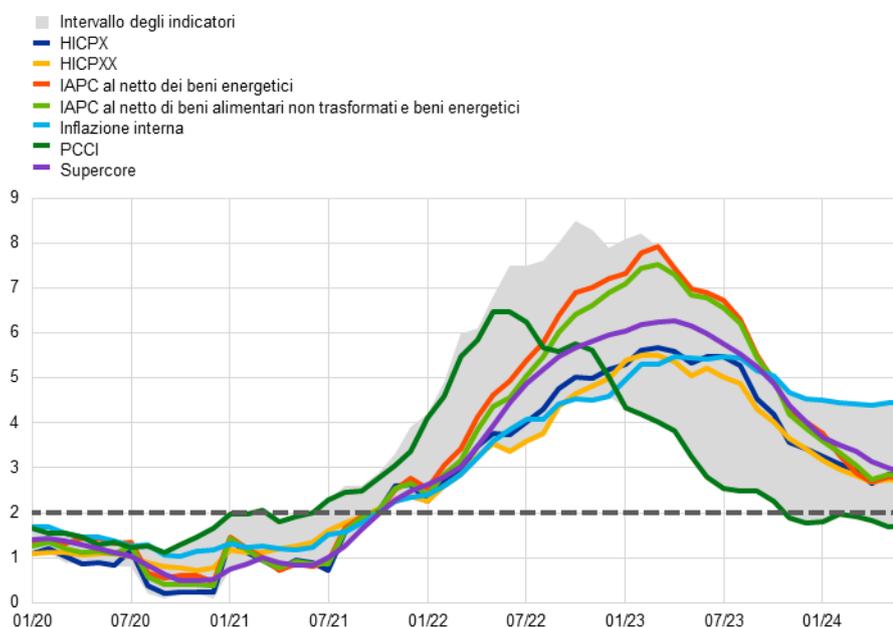
**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) si è attestata al 2,9 per cento a giugno, invariata rispetto a maggio e in rialzo rispetto al 2,7 per cento di aprile (cfr. il grafico 9).**

Relativamente alle componenti, l'inflazione dei beni industriali non energetici si è collocata allo 0,7 per cento a maggio e giugno, in calo dallo 0,9 di aprile. Tale valore è prossimo alla media pre-pandemica di lungo periodo dello 0,6 per cento, il che potrebbe suggerire un termine al graduale venir meno dell'impatto dei precedenti shock al rialzo. Anche l'inflazione dei servizi è rimasta invariata tra maggio e giugno, dopo essere salita al 4,1 per cento dal 3,7 di aprile. La persistenza relativamente maggiore dell'inflazione dei servizi rispetto a quella dei beni è in linea con la forte crescita salariale e con il ruolo più rilevante assunto dal costo del lavoro nella produzione dei primi. Nel contempo, gli indicatori dell'inflazione di fondo hanno evidenziato andamenti contrastanti a maggio e giugno. A maggio la maggior parte delle misure basate sull'esclusione di alcune componenti è aumentata, mentre a giugno alcune di queste misure, come lo IAPC al netto di prodotti alimentari non trasformati e beni energetici e lo HICPXX (che si riferisce all'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari e delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature), sono nuovamente diminuite. Per contro, a giugno l'inflazione interna è salita lievemente al 4,5 per cento, dal 4,4 di maggio, mantenendosi elevata nella parte superiore dell'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo. L'indicatore Supercore ha registrato un ulteriore lieve calo, mentre la componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) è rimasta all'estremità inferiore dell'intervallo, collocandosi all'1,7 per cento a giugno, invariata rispetto a maggio.

## Grafico 9

### Indicatori dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

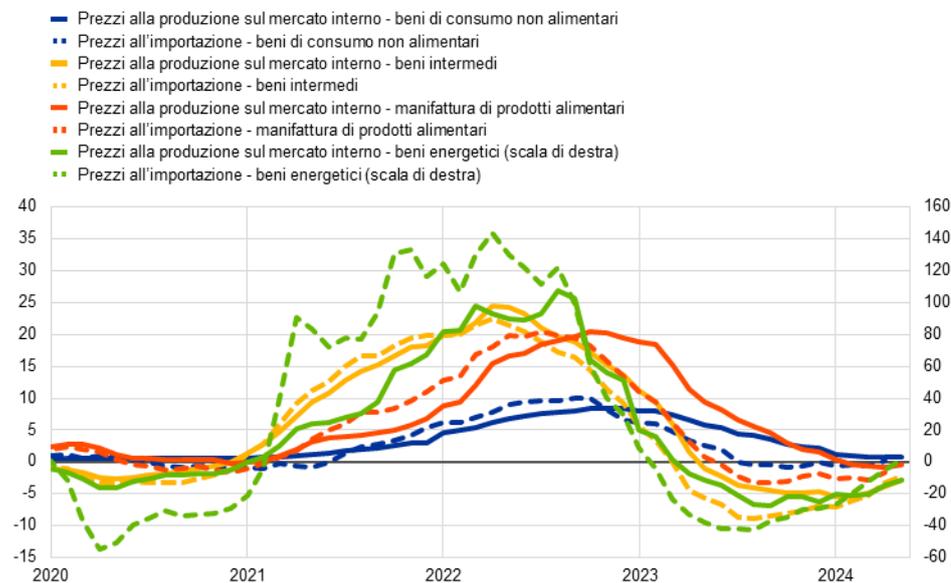
Note: l'intervallo degli indicatori dell'inflazione di fondo comprende lo IAPC al netto dei beni energetici, lo IAPC al netto di beni alimentari non trasformati ed energetici, l'HICPX, l'HICPXX, l'inflazione interna, le medie troncate del 10 e del 30 per cento, la PCCI, l'indicatore Supercore e una mediana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

**La maggior parte degli indicatori delle spinte inflazionistiche sui beni è rimasta contenuta, ma mostra segnali di ripresa (cfr. il grafico 10).** Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno era ancora negativa, ma in misura minore rispetto al mese precedente (-2,9 per cento a maggio dopo il -3,9 di aprile). Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, i tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari sono aumentati dallo 0,7 allo 0,8 per cento tra aprile e maggio, mentre quelli del segmento dei beni di consumo alimentari sono aumentati dal -0,9 al -0,4 per cento nello stesso periodo. La graduale attenuazione delle pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni industriali sembra quindi essersi esaurita. I tassi di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione per le diverse categorie di beni sono rimasti per lo più negativi, ma stanno aumentando. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni energetici è aumentato notevolmente, dal -5,3 per cento di aprile all'1,8 di maggio.

## Grafico 10

### Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

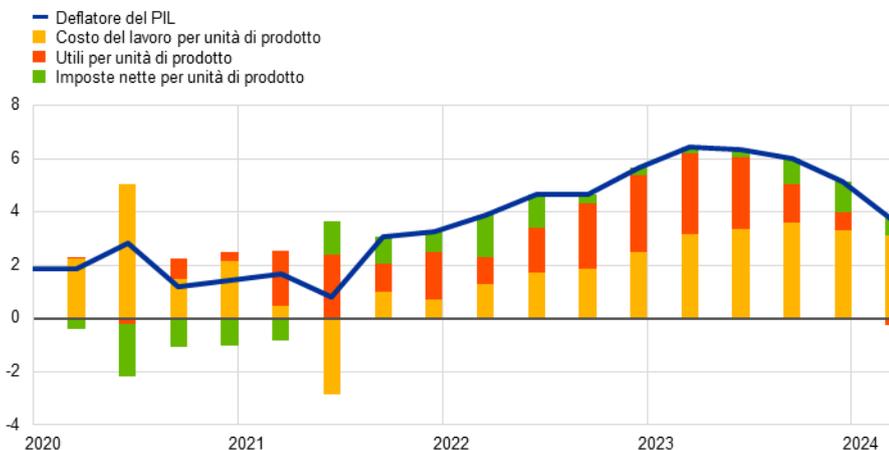
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024 per i prezzi all'importazione di beni di consumo non alimentari e per i prezzi all'importazione per la manifattura di prodotti alimentari e a maggio 2024 per le altre voci.

**Secondo i dati disponibili al momento della riunione del Consiglio direttivo di luglio, le pressioni derivanti dai costi interni, misurate dalla crescita del deflatore del PIL, sono scese al 3,6 per cento nel primo trimestre del 2024, dal 5,1 del trimestre precedente, a causa dei minori contributi sia del costo del lavoro sia dei profitti (cfr. il grafico 11).** Dopo il picco del 6,5 per cento nel primo trimestre del 2023, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL ha segnato un'ulteriore flessione. Nel primo trimestre del 2024 il calo è stato determinato principalmente dalla diminuzione della crescita dei profitti unitari, il cui contributo è finito in territorio negativo, a -0,2 da 0,6 punti percentuali nel trimestre precedente. Analogamente, il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è ulteriormente diminuito a 3,1 punti percentuali, da 3,3 nel trimestre precedente, celando un moderato incremento della crescita salariale che è stato più che compensato dall'aumento della crescita della produttività (-0,6 per cento, nel primo trimestre del 2024, in aumento dal -1,0 per cento del trimestre precedente). Nel complesso, il costo del lavoro continua a fornire il principale contributo alle pressioni interne sui prezzi.

## Grafico 11

### Scomposizione del deflatore del PIL

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024. Il reddito per occupato apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

**Le pressioni salariali sono aumentate nel primo trimestre del 2024 e, nonostante sia atteso un calo graduale, esso partirà da livelli elevati.** I dati relativi al primo trimestre del 2024 mostrano un aumento del tasso di crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali, al 4,7 per cento dal 4,5 del quarto trimestre del 2023. La crescita dei salari effettivi, secondo i dati disponibili alla data di chiusura dell'esercizio e misurata in termini di reddito per occupato e di reddito per ora lavorata, è aumentata nel primo trimestre del 2024, rispettivamente al 5,0 e al 5,4 per cento, dal 4,9 e 4,7 del quarto trimestre del 2023. La differenza tra la crescita delle retribuzioni effettive e quella delle retribuzioni contrattuali suggerisce che lo slittamento salariale stia svolgendo un ruolo significativo<sup>4</sup>. Gli indici prospettici delle retribuzioni, che misurano la crescita salariale dei contratti non scaduti, sono sostanzialmente in linea con le aspettative secondo cui la crescita delle retribuzioni contrattuali nel 2024 sarà, in media, più elevata rispetto al 2023, ma diminuirà nel 2025<sup>5</sup>.

**Gli indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine ricavate dalle indagini e le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate, mantenendosi per la maggior parte intorno al 2 per cento (cfr. il grafico 12).** Sia secondo l'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il terzo trimestre del 2024, sia nell'edizione di giugno 2024 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts, SMA), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine (per il 2028) è rimasta invariata al 2,0 per cento. Le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi) sono rimaste sostanzialmente

<sup>4</sup> Lo slittamento salariale si riferisce alla differenza tra il tasso di crescita dei salari e degli stipendi lordi per occupato e il tasso di crescita delle retribuzioni contrattuali.

<sup>5</sup> Per i dettagli metodologici, cfr. 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.

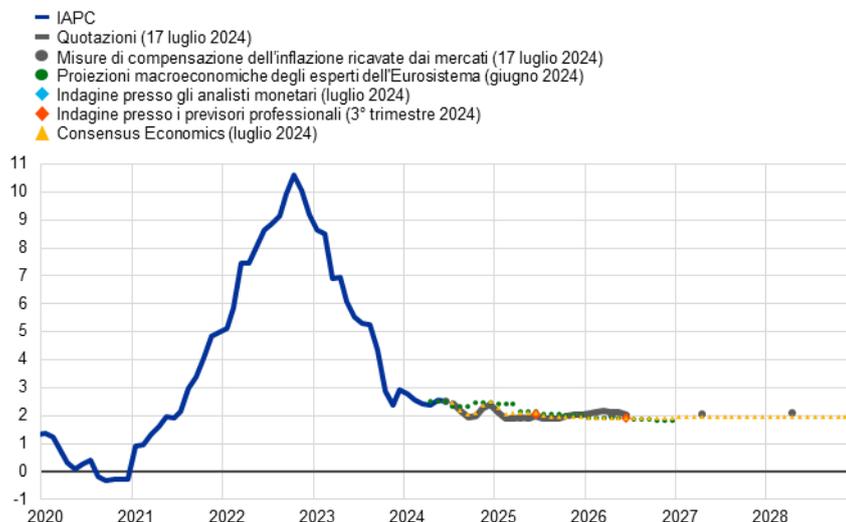
invariate, con il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,3 per cento circa. Sebbene tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati includano i premi per il rischio di inflazione e pertanto non misurino direttamente le reali aspettative degli operatori di mercato, le stime basate su modelli delle effettive aspettative di inflazione, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione si collochi intorno al 2,0 per cento nel più lungo termine. Le misure ricavate dai mercati per i risultati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione si stabilizzi al 2,0 per cento a partire dagli inizi del 2025. Il tasso swap indicizzato a un anno su un orizzonte annuale è lievemente diminuito nel periodo in esame, collocandosi al 2,1 per cento. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) di giugno 2024 condotta dalla BCE, il tasso mediano di inflazione percepita dalle famiglie nei dodici mesi precedenti è diminuito notevolmente dal 4,9 per cento di maggio al 4,5 per cento di giugno. Nel contempo le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il prossimo anno sono rimaste invariate a giugno rispetto al 2,8 per cento di maggio, in lieve calo dal 2,9 per cento di aprile. Le aspettative di inflazione su un orizzonte di tre anni sono scese al 2,3 per cento a maggio e giugno, dal 2,4 per cento di aprile. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti a uno e tre anni sono rimaste al di sotto del tasso di inflazione percepito in passato, il che suggerisce un'ulteriore disinflazione attesa.

## Grafico 12

### Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

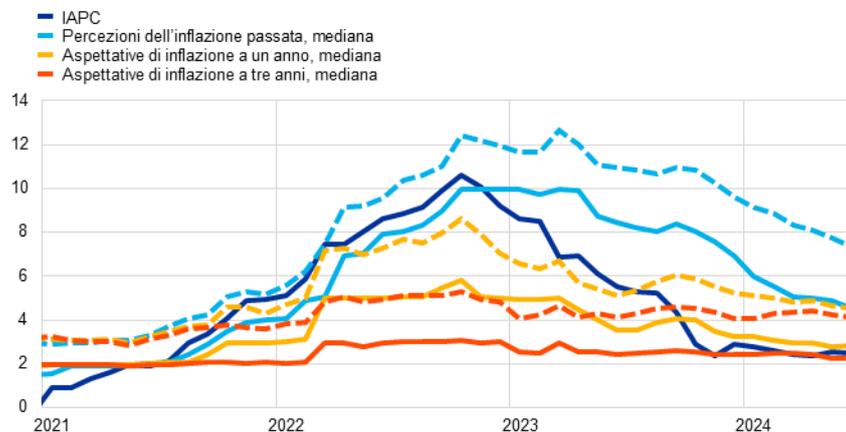
a) Inflazione complessiva, indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini, proiezioni sull'inflazione e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte annuale, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 17 luglio 2024.

Le quotazioni dell'inflazione sono contratti swap collegati a pubblicazioni mensili specifiche dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco. L'indagine SPF relativa al terzo trimestre è stata condotta dal 2 al 5 luglio 2024. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a luglio 2024. Per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema sono aggiornati al 15 maggio 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

*Nel periodo in esame (dal 6 giugno al 17 luglio 2024) gli andamenti nei mercati finanziari dell'area dell'euro hanno rispecchiato le aspettative circa il corso dell'inflazione e la possibilità di ulteriori riduzioni dei tassi di politica monetaria nei prossimi mesi. Nelle settimane successive alla decisione di ridurre i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base, adottata dal Consiglio direttivo a giugno, la curva dei tassi privi di rischio dell'area dell'euro si è spostata verso il basso, con gli investitori che hanno incorporato nei prezzi un ulteriore taglio complessivo di 46 punti base entro la fine del 2024. La volatilità implicita nelle opzioni delle aspettative riguardanti i tassi di riferimento si è mantenuta su livelli elevati, seppure ben al di sotto dei valori massimi osservati alla fine del 2022 e all'inizio del 2023. I movimenti del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono stati determinati dalle elezioni nazionali. Nonostante la volatilità iniziale, le variazioni subite dai differenziali di rendimento dei titoli di Stato si erano in gran parte riassorbite. Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sia delle società finanziarie sia di quelle non finanziarie sono diminuite, sulla scia di una propensione al rischio lievemente minore. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro si sono ampliati per le società ad alto rendimento (high-yield) e sono rimasti sostanzialmente stabili per le imprese di qualità elevata (investment-grade). Sui mercati dei cambi, l'euro si è lievemente apprezzato nei confronti del dollaro statunitense e su base ponderata per l'interscambio.*

**I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti in misura marginale a partire dalla riunione del Consiglio direttivo di giugno.**

Nel corso del periodo in esame il tasso di riferimento a breve termine €STR (euro short-term rate) è stato pari, in media, al 3,7 per cento, in seguito alla decisione, ampiamente prevista, di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE adottata nella riunione di giugno dal Consiglio direttivo. La liquidità in eccesso è diminuita di circa 131 miliardi di euro tra il 6 giugno e il 17 luglio, collocandosi a 3.071 miliardi. Tale diminuzione è riconducibile, in larga misura, al rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) a giugno e, in misura minore, alla riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA), in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui relativi titoli in scadenza. La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sull'€STR, è scesa di circa 20 punti base per le scadenze a un anno e di 26 punti base per quelle a due anni, riflettendo, nel complesso, le aspettative di un allentamento più marcato della politica monetaria. Nonostante il calo complessivo, nella prima parte del periodo in esame i mercati finanziari incorporavano ancora nei prezzi una politica monetaria più restrittiva. Tali variazioni hanno subito un'inversione di tendenza a seguito della pubblicazione di dati più modesti, in particolare per quanto riguarda l'inflazione di giugno negli Stati Uniti, risultata inferiore alle attese, e del peggioramento della propensione al rischio in Europa, associato all'incertezza politica in Francia. La volatilità implicita nelle opzioni dei tassi a termine di breve periodo è leggermente aumentata, pur restando ben al di sotto dei valori massimi registrati alla fine del 2022 e all'inizio del 2023. Alla fine del periodo in esame i mercati avevano incorporato nei prezzi ribassi cumulati dei tassi pari a circa 46 punti base entro la fine del 2024. I tassi a più lungo

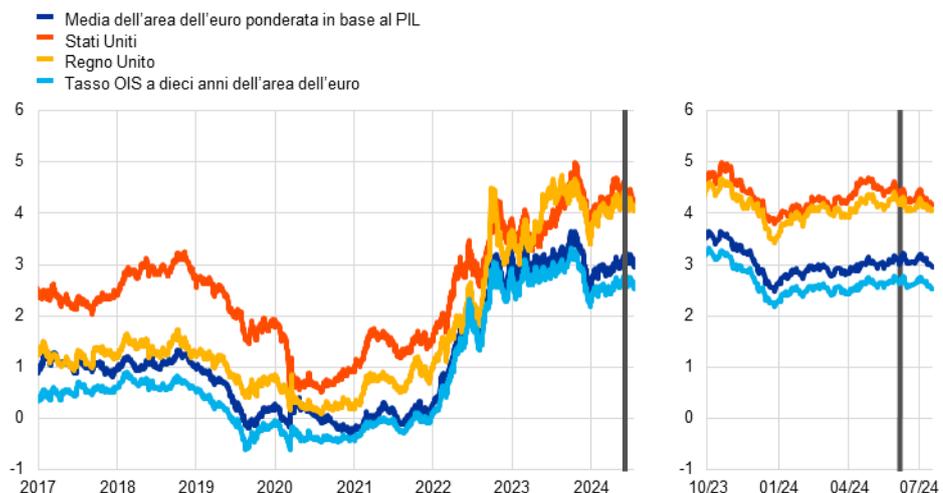
termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti nel periodo in esame. Ad esempio, il tasso nominale privo di rischio a dieci anni dell'area si è collocato al 2,5 per cento, terminando il periodo in esame con un calo complessivo di 12 punti base.

**I differenziali di rendimento fra i titoli di Stato a lungo termine e i tassi privi di rischio si sono ampliati in misura molto contenuta, sulla scia dell'incertezza politica in Francia (cfr. il grafico 13).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha concluso il periodo in esame al 3,0 per cento, vale a dire 10 punti base al di sotto del livello segnato all'inizio del periodo, implicando un differenziale pressoché invariato rispetto al tasso privo di rischio a dieci anni dell'area, in virtù dell'aumento di soli 2 punti base. Tale incremento del differenziale di rendimento ponderato per il PIL è stato in gran parte determinato dalle variazioni del differenziale tra i titoli di Stato francesi e il tasso OIS, che si è ampliato di 15 punti base nel periodo in esame a seguito dell'annuncio improvviso, il 9 giugno, di nuove elezioni parlamentari. L'aumento dei differenziali di rendimento dei titoli di Stato francesi, saliti di 22 punti base, si è inizialmente trasmesso ad altri emittenti sovrani dell'area dell'euro, mentre il differenziale dei titoli di Stato tedeschi è diminuito per effetto dei flussi verso attività ritenute maggiormente sicure. Alla fine del periodo in esame le variazioni subite dai titoli di Stato di altri emittenti dell'area si erano sostanzialmente riassorbite: il differenziale di rendimento dei titoli di Stato italiani era inferiore di 3 punti base, quello dei titoli di Stato tedeschi permaneva invariato e le oscillazioni segnate dai titoli degli altri emittenti sovrani altrettanto trascurabili. Al di fuori dell'area dell'euro, il rendimento dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni è sceso di 13 punti base, raggiungendo il 4,2 per cento, mentre quello dei titoli di Stato decennali del Regno Unito si è ridotto di 10 punti base, collocandosi al 4,1 per cento.

### Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (6 giugno 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 17 luglio 2024.

**I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro sono aumentati per le società ad alto rendimento (high-yield) e sono rimasti sostanzialmente stabili per le imprese di qualità elevata (investment grade).**

Alla fine del periodo in esame i differenziali relativi alle imprese di qualità elevata erano saliti di 1 solo punto base. Per contro, i differenziali relativi alle imprese dell'area dell'euro nel segmento ad alto rendimento erano cresciuti di 23 punti base, guidati dalle società sia finanziarie sia non finanziarie, in un contesto di maggiore avversione al rischio.

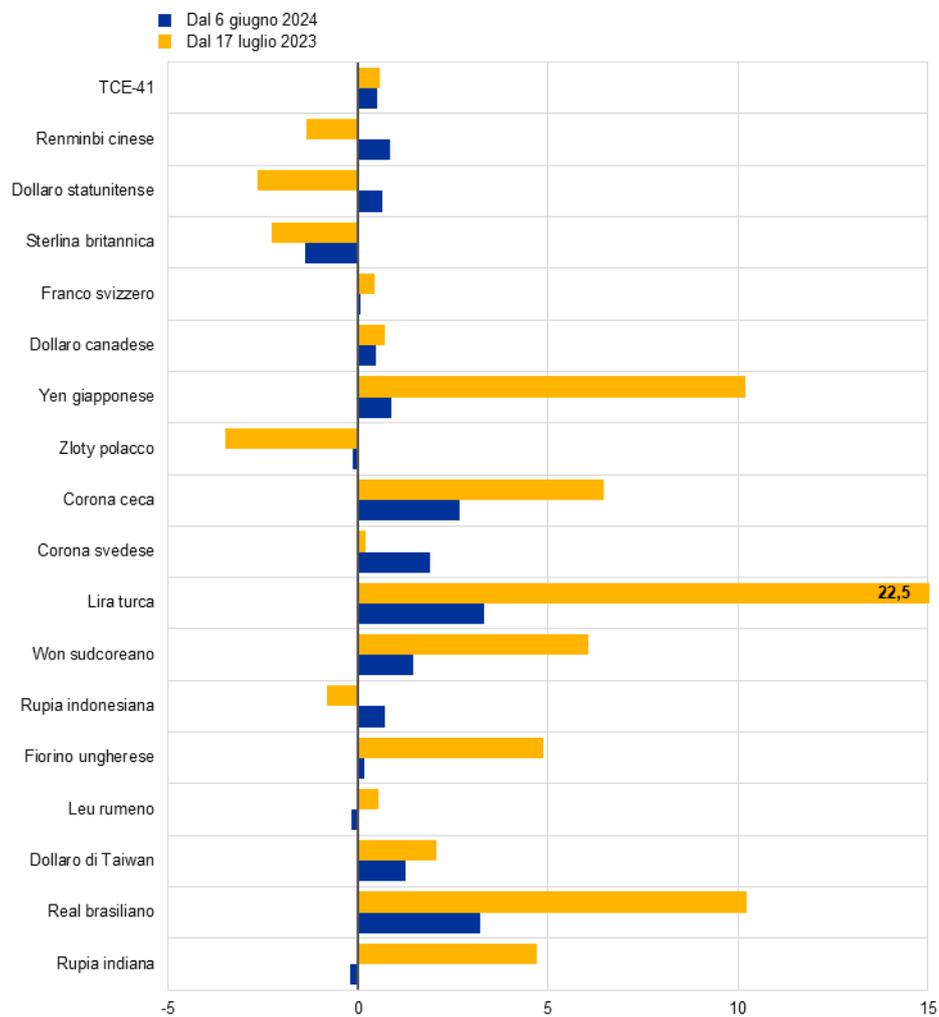
**Le quotazioni azionarie dell'area dell'euro sono diminuite sia per le società finanziarie sia per quelle non finanziarie, a causa del peggioramento della propensione al rischio nell'area.** Durante il periodo in esame gli indici generali del mercato azionario nell'area dell'euro si sono ridotti del 3,4 per cento, a differenza dei corrispondenti indici statunitensi, che sono aumentati del 4,5 per cento. Nell'area, in termini netti, i corsi azionari delle società non finanziarie sono scesi del 4,4 per cento, mentre quelli delle banche e delle altre società finanziarie sono diminuiti rispettivamente dello 0,8 e dell'1,2 per cento, interessando in particolare le società francesi. Negli Stati Uniti i corsi azionari hanno registrato un aumento generalizzato, salendo del 4,0 per cento per le società non finanziarie, dell'11,1 per le banche e del 7,5 per le altre società finanziarie.

**Il tasso di cambio dell'euro si è lievemente apprezzato nei confronti del dollaro statunitense (+0,6 per cento) e su base ponderata per l'interscambio (+0,5 per cento) (cfr. il grafico 14).** All'inizio del periodo in esame il dollaro statunitense si è rafforzato in termini nominali, raggiungendo i livelli di ottobre 2023. Tale andamento è stato sostenuto da una perdurante tenuta del mercato del lavoro e dall'esito della riunione di giugno del Federal Open Market Committee, percepito (lievemente) restrittivo. Allo stesso tempo i dati sull'indice dei prezzi al consumo più contenuti del previsto per maggio e giugno hanno mitigato la performance del dollaro statunitense, che alla fine del periodo in esame si era complessivamente deprezzato dello 0,6 per cento. Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è lievemente apprezzato (+0,5 per cento). L'euro si è deprezzato nei confronti della sterlina britannica (-1,4 per cento), dato l'indebolirsi delle attese di una riduzione dei tassi di interesse da parte della Bank of England nel corso dell'estate. Per contro, l'euro si è apprezzato sul renminbi cinese (+0,8 per cento), rafforzandosi ulteriormente nei confronti della corona svedese (+1,9 per cento) e del dollaro canadese (+0,5 per cento); quest'ultimo apprezzamento è stato sostenuto dalla riduzione dei tassi stabilita a giugno dalla Bank of Canada. Infine, l'euro si è apprezzato nei confronti dello yen giapponese (+0,9 per cento), che nel periodo in esame si è collocato al livello più basso degli ultimi trent'anni rispetto al dollaro statunitense, ma l'11 e il 12 luglio si è sensibilmente rafforzato, a seguito di quelli che gli operatori di mercato hanno sospettato essere interventi sul mercato dei cambi.

## Grafico 14

### 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 17 luglio 2024.

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

*A maggio 2024 i costi compositi della provvista bancaria nell'area dell'euro e i tassi sui prestiti bancari sono rimasti su livelli elevati. I tassi di crescita dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie si sono confermati stabili su livelli prossimi allo zero, riflettendo gli elevati tassi sui prestiti, la debole crescita economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 6 giugno e il 17 luglio 2024 è diminuito il costo del finanziamento delle società non finanziarie (SNF) tramite emissione di titoli di debito sul mercato, a fronte di un aumento del costo del finanziamento con capitale di rischio. In base all'indagine sul credito bancario condotta nell'area dell'euro a luglio 2024, i criteri di erogazione del credito alle imprese si sono irrigiditi lievemente nel secondo trimestre, mentre quelli per i mutui ipotecari hanno registrato un moderato allentamento. La domanda di prestiti da parte delle imprese si è ridotta leggermente, mentre la domanda di mutui da parte delle famiglie è aumentata per la prima volta dagli inizi del 2022. Nell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) un numero minore di aziende dell'area dell'euro ha segnalato un inasprimento delle condizioni di finanziamento nel secondo trimestre, rispetto al primo. È proseguita la graduale ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3), trainata dagli afflussi netti dall'estero.*

**I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro sono rimasti elevati in termini storici.** A maggio il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è rimasto invariato, collocandosi al 2,07 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 15). I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono rimasti sostanzialmente stabili tra maggio e luglio (cfr. il pannello b) del grafico 15), nonostante l'aumento dei relativi differenziali, dovuto alla maggiore incertezza politica circa l'esito delle elezioni europee e francesi. I tassi aggregati sui depositi, che rappresentano la quota maggiore dei costi della provvista bancaria, sono rimasti complessivamente stabili a maggio, anche se questo cela una considerevole eterogeneità tra paesi. I tassi sui depositi a termine hanno registrato una flessione marginale, mentre quelli sui depositi a vista sono rimasti sostanzialmente invariati, determinando un lieve restringimento dell'ampio differenziale tra i due. I tassi sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi si sono mantenuti costanti, mentre per quelli con un preavviso superiore si è osservato un incremento marginale.

**Le operazioni di finanziamento della banca centrale hanno continuato a diminuire in modo ordinato, contribuendo a un aumento dei costi della provvista bancaria.** Gli enti creditizi hanno effettuato ulteriori rimborsi (sia obbligatori sia volontari) dei prestiti contratti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Il 26 giugno sono stati effettuati rimborsi per 64,5 miliardi di euro relativi alla terza serie di operazioni (OMRLT-III). Dal 23 novembre 2022, quando è entrata in vigore la ricalibrazione dei termini e delle condizioni, nell'ambito delle OMRLT-III sono stati rimborsati complessivamente 2.037 miliardi di fondi, pari a una riduzione del 96 per cento delle consistenze in essere<sup>6</sup>. Nel contesto della liquidazione delle OMRLT e del calo dei depositi,

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

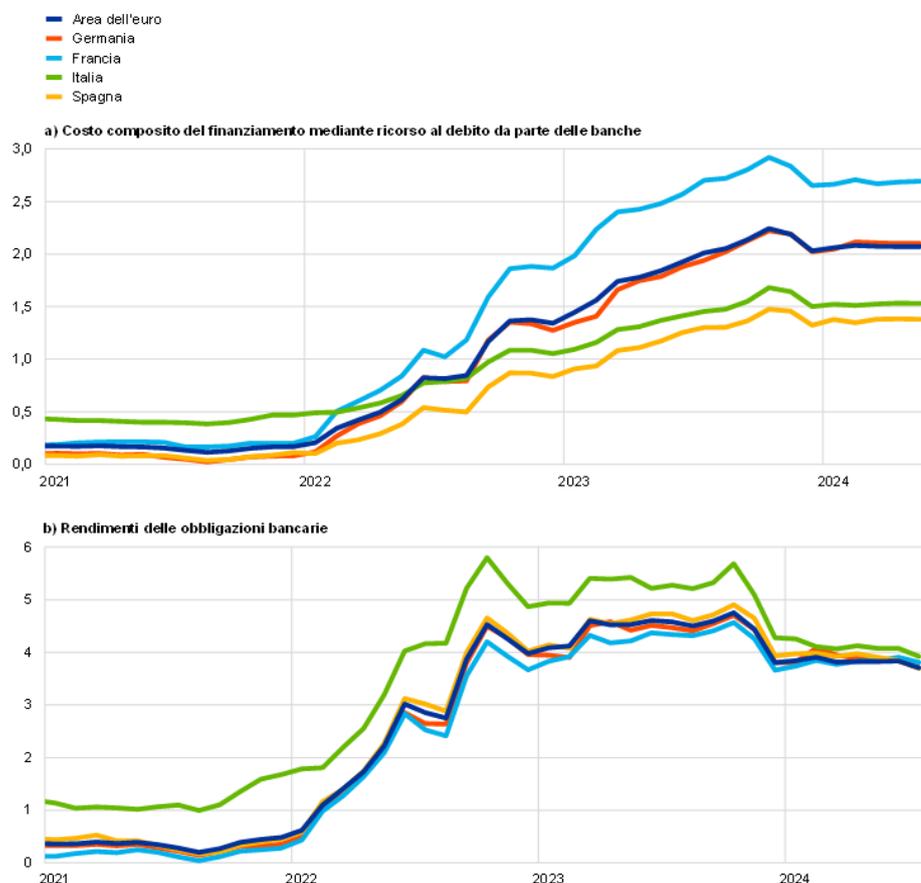
le banche hanno aumentato l'emissione di obbligazioni, remunerate al di sopra dei tassi sui depositi e dei tassi di riferimento.

**Nonostante la debolezza del contesto economico e l'accresciuta incertezza, i bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi.** Nel primo trimestre del 2024 le banche hanno continuato a migliorare la propria capitalizzazione e mantenuto coefficienti patrimoniali ben al di sopra dei requisiti del coefficiente patrimoniale di capitale primario di classe 1 (CET1), garantendo una buona capitalizzazione del sistema bancario, in grado di soddisfare il fabbisogno creditizio dell'economia reale. Nel primo trimestre la redditività delle banche dell'area dell'euro è rimasta elevata, alla luce di accantonamenti per perdite di valore ancora relativamente contenuti e di ampi margini sui tassi di interesse. Tuttavia, fino a maggio si è verificata una progressiva flessione dei margini tra prestiti e depositi sugli importi relativi a nuove operazioni e su quelli in essere, rispetto ai picchi osservati a metà del 2023. I crediti deteriorati (non-performing loans, NPL) hanno proseguito il graduale aumento dai livelli contenuti registrati nel primo trimestre dell'anno in corso. Il numero di insolvenze societarie e la quota di crediti che hanno subito un significativo deterioramento (cioè stadio 2) è lievemente cresciuto, soprattutto per le piccole imprese, lasciando presagire per il futuro ulteriori aumenti degli NPL, un deterioramento della qualità degli attivi e un aumento dei costi di provvista per le banche.

## Grafico 15

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, di depositi con scadenza prestabilita e di depositi rimborsabili con preavviso, ponderata per i rispettivi importi in essere. I rendimenti delle obbligazioni bancarie sono medie mensili dei titoli a copertura della quota privilegiata. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 17 luglio 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie si sono confermati su livelli elevati.** A maggio i tassi sui prestiti alle imprese sono scesi rispetto al mese precedente, dal 5,18 al 5,10 per cento, e si sono collocati al di sotto del picco del 5,27 per cento raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 16), in un contesto caratterizzato da eterogeneità tra paesi dell'area dell'euro e scadenze. Tale calo è stato più marcato per i prestiti con periodi brevi di determinazione iniziale del tasso (fino a un anno), mentre per quelli con periodi più lunghi di un anno si è osservato un lieve incremento. Il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di modesta entità e quelli sui prestiti di importo elevato alle imprese dell'area dell'euro è ancora contenuto, sebbene a maggio sia aumentato di 0,43 punti percentuali rispetto ad aprile, quando aveva raggiunto il livello più basso dalla pandemia, rispecchiando tassi inferiori sui prestiti di grande entità e tassi più elevati su quelli di importi modesti. I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti invariati per il terzo mese consecutivo, al 3,80 per cento a maggio; si tratta di un livello ancora elevato nel confronto storico, ma inferiore al recente picco del 4,02 per

cento, registrato a novembre 2023 (cfr. il grafico 16). A maggio i tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo concessi alle famiglie sono aumentati, mostrando segnali di stabilizzazione a livelli elevati, in presenza di una certa volatilità, mentre quelli sui prestiti alle imprese individuali sono rimasti stabili.

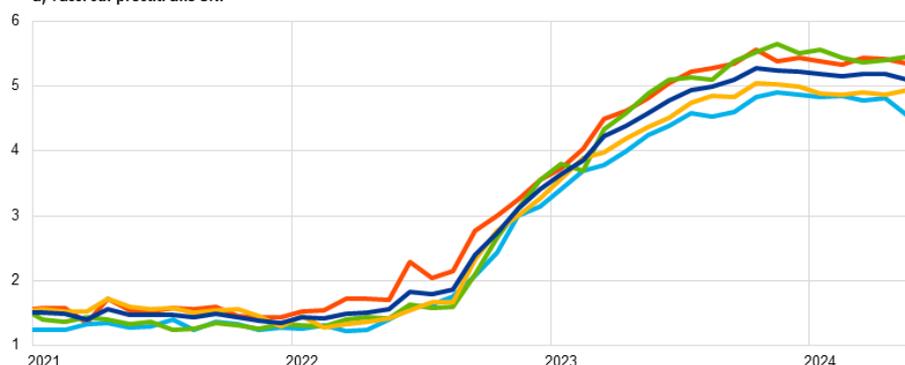
## Grafico 16

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

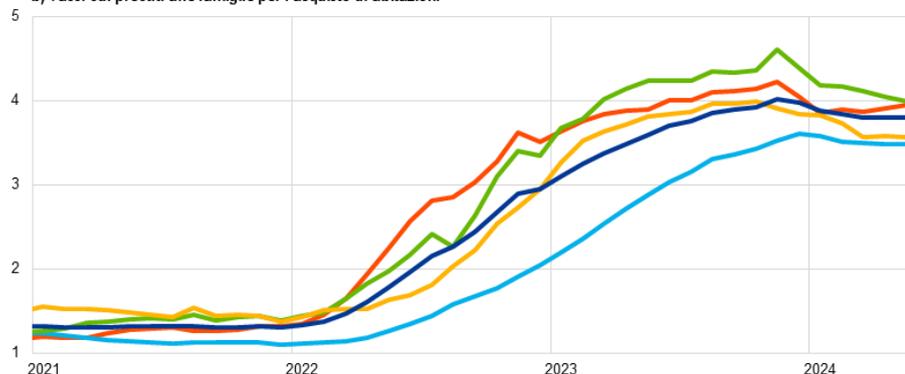
(valori percentuali sui dodici mesi)



a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024.

**Nel periodo compreso tra il 6 giugno e il 17 luglio 2024 sono diminuiti i costi a carico delle SNF legati al finanziamento tramite emissione di titoli di debito sul mercato, ma non tramite capitale di rischio, i cui costi sono invece aumentati.**

In base ai dati mensili disponibili, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, si è confermato al 6,2 per cento a maggio, sostanzialmente invariato rispetto al livello di aprile e inferiore al massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 17)<sup>7</sup>. Nessuna delle componenti di costo ha evidenziato variazioni significative, ad eccezione del costo dei prestiti bancari, che ha registrato

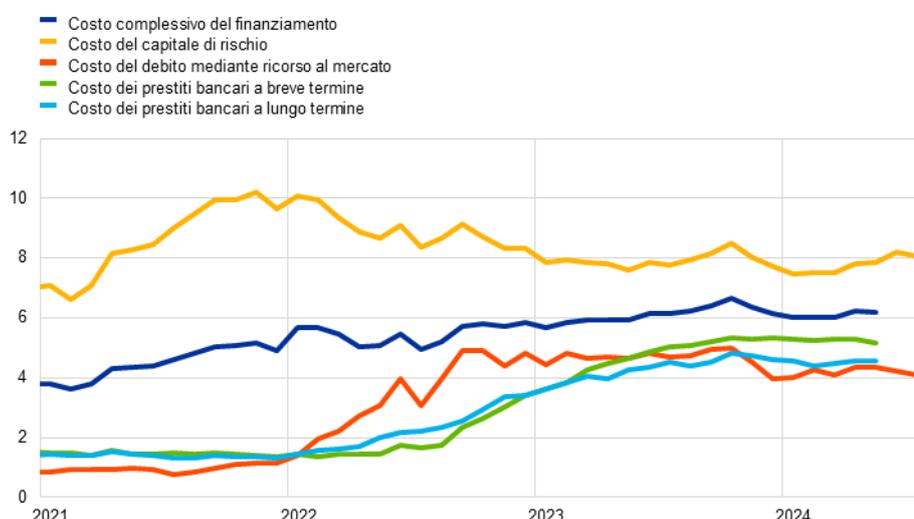
<sup>7</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a maggio 2024.

un calo per i prestiti a breve termine e un incremento marginale per i prestiti con scadenza superiore a un anno. I dati giornalieri relativi al periodo dal 6 giugno al 17 luglio 2024 confermano una flessione del costo del debito emesso sul mercato, giacché la diminuzione del tasso di interesse privo di rischio, approssimato dal tasso sugli overnight index swap a dieci anni, non è stato controbilanciato dall'ampliamento marginale dei differenziali sulle obbligazioni emesse dalle SNF, soprattutto nei segmenti ad alto rendimento. Nonostante il calo del tasso privo di rischio, nello stesso periodo il costo del finanziamento azionario è aumentato, riflettendo un significativo incremento del premio per il rischio azionario.

### Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari (dati medi mensili), di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 17 luglio 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo complessivo del finanziamento e su quello dei prestiti bancari a lungo e a breve termine si riferiscono a maggio 2024 (dati mensili).

**A maggio 2024 i tassi di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie sono rimasti stabili su livelli prossimi allo zero, riflettendo gli elevati tassi sui prestiti, la debole crescita economica e la rigidità dei criteri per la concessione del credito.** La crescita sui dodici mesi dei

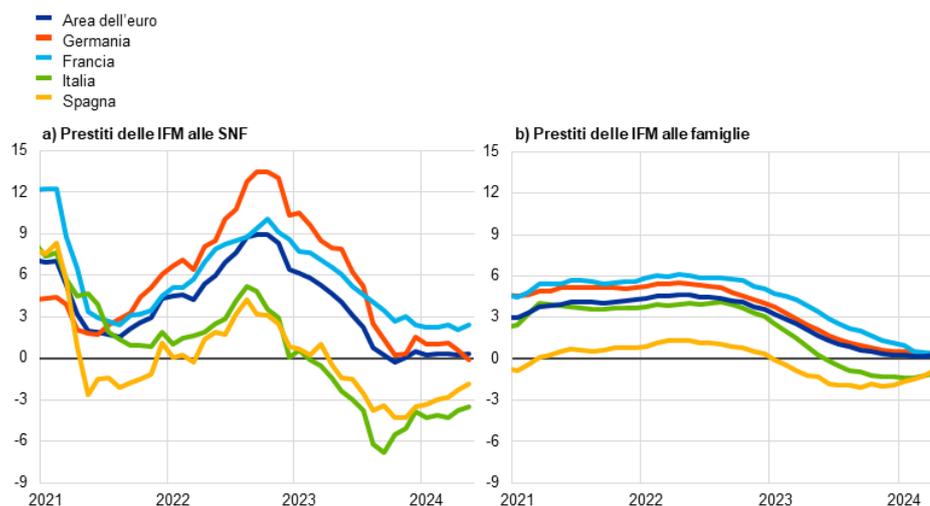
prestiti alle SNF e alle famiglie a maggio era pari allo 0,3 per cento, con un incremento marginale rispetto allo 0,2 osservato ad aprile per entrambi i settori (cfr. il grafico 18). Dall'inizio dell'anno tali tassi di crescita hanno oscillato intorno a questi livelli bassi. La perdurante debolezza della crescita dei prestiti riflette la contenuta dinamica del credito osservata dall'inizio del 2023, sulla scia della domanda aggregata contenuta, dei criteri di concessione del credito rigidi e dell'impatto frenante della politica monetaria restrittiva, conseguenza dell'innalzamento dei tassi sui prestiti. La crescita dei mutui ipotecari è rimasta modesta, mentre il credito al consumo ha mostrato una relativa capacità di tenuta e gli altri prestiti alle famiglie, inclusi quelli alle imprese individuali, hanno continuato a contrarsi, sebbene a un ritmo più lento. L'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) condotta dalla BCE a

maggio 2024 ha mostrato che una percentuale netta ancora ampia, ma in calo, di intervistati aveva segnalato che l'accesso al credito fosse divenuto più difficile nei dodici mesi precedenti, con l'aspettativa di condizioni ancor più restrittive nei dodici mesi successivi.

## Grafico 18

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

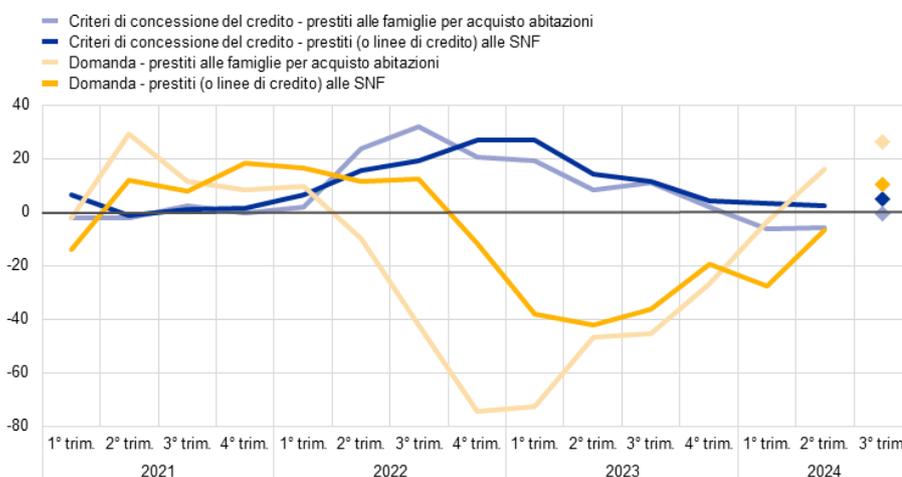
Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. Le ultime osservazioni si riferiscono a maggio 2024.

**In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di luglio 2024, le banche hanno segnalato un ulteriore lieve irrigidimento dei propri criteri per la concessione dei prestiti alle imprese, nonché un altro moderato allentamento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel secondo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 19).** L'inasprimento dei criteri di concessione di credito alle imprese, cui si è accompagnato un ulteriore aumento della quota di richieste di prestiti respinte, si aggiunge al sostanziale irrigidimento cumulato osservato a partire dal 2022. Il principale fattore all'origine dell'inasprimento netto va ricercato nella tolleranza al rischio delle banche, mentre la percezione dei rischi da parte di queste ultime ha perso rilevanza rispetto a quanto avvenuto durante il ciclo di rialzo dei tassi. In Francia e in Germania i criteri per la concessione del credito sono divenuti più rigidi, a fronte di un allentamento netto segnalato esclusivamente dalle banche italiane. Gli enti creditizi hanno citato, inoltre, un incremento dei tassi di rifiuto, oltre a un ulteriore inasprimento degli standard di concessione di credito al consumo, principalmente a causa della percezione dei rischi connessi alle prospettive economiche e al merito di credito dei debitori. L'allentamento segnalato in relazione ai prestiti per l'acquisto di abitazioni è da ricondurre alle pressioni concorrenziali e ha coinciso con una contrazione della quota delle domande rifiutate. Nel terzo trimestre 2024 le banche dell'area dell'euro si attendono un ulteriore, ma moderato, inasprimento per i prestiti alle imprese e una sostanziale assenza di variazioni per i criteri di concessione di prestiti alle famiglie.

## Grafico 19

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

(percentuali nette delle banche che hanno segnalato un 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: 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 allentamento "lieve" e "notevole". 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 "lieve diminuzione" e "notevole diminuzione". I rombi indicano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

### Per il secondo trimestre del 2024 le banche hanno segnalato un'ulteriore flessione della domanda di prestiti da parte delle imprese, nonché un aumento di quella da parte delle famiglie.

Nel primo caso si tratta di una diminuzione notevolmente inferiore rispetto al trimestre precedente, dovuta principalmente agli elevati tassi di interesse e alla debolezza degli investimenti fissi, a fronte di un modesto contributo positivo fornito anche da scorte e capitale circolante. La domanda sia di prestiti per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo ha registrato il primo incremento dalla metà del 2022, soprattutto grazie al miglioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali, del clima di fiducia dei consumatori e della spesa per beni durevoli. L'aumento della domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni è stato meno marcato di quanto atteso dalle banche nel trimestre precedente, mentre è stato più pronunciato per il credito al consumo. Per il terzo trimestre del 2024 le banche prevedono una crescita moderata della domanda di prestiti alle imprese: se così fosse, si tratterebbe del primo episodio dal terzo trimestre del 2022. Si aspettano altresì una maggiore domanda di prestiti alle famiglie, considerevolmente più elevata per l'acquisto di abitazioni rispetto al credito al consumo.

**Le banche interpellate nell'indagine hanno dichiarato che l'accesso al finanziamento è migliorato nella maggior parte dei segmenti di mercato, sebbene ne prevedano un peggioramento generalizzato nel corso del terzo trimestre del 2024.** L'accesso alla raccolta da parte delle banche è migliorato per i titoli di debito e, in misura minore, per i mercati monetari. L'accesso alla raccolta al dettaglio si è confermato sostanzialmente invariato nel complesso, ma ha continuato a peggiorare lievemente per quella a breve termine. Il deterioramento atteso per il

terzo trimestre del 2024 è stato determinato dalle banche francesi, potenzialmente a causa della maggiore incertezza politica, considerato che l'indagine è stata condotta dopo l'annuncio improvviso di nuove elezioni parlamentari nel paese, ma prima del primo turno di convocazione alle urne.

**Nella prima metà del 2024 i rischi di credito percepiti nei portafogli creditizi delle banche hanno avuto un impatto di inasprimento moderato sulle condizioni dei prestiti bancari, mentre i criteri di concessione del credito alle imprese hanno evidenziato eterogeneità tra i vari settori economici, con un forte irrigidimento nel comparto degli immobili commerciali.** Le banche hanno

segnalato che l'incidenza dei crediti deteriorati e altri indicatori della qualità del credito hanno comportato un inasprimento netto dei criteri per la concessione di prestiti alle imprese e per il credito al consumo nella prima metà del 2024, con un impatto sostanzialmente neutro sui prestiti per l'acquisto di abitazioni. Come già avvenuto in passato, i fattori principali alla base dell'apporto negativo fornito dall'incidenza degli NPL all'irrigidimento delle condizioni creditizie sono stati la maggiore percezione di rischi e la minore tolleranza delle banche, nonché la pressione più intensa esercitata da requisiti di vigilanza o regolamentari. Nel primo semestre del 2024 gli standard creditizi per le imprese sono diventati ancora più rigidi in tutti i settori dell'economia, con un inasprimento netto molto lieve nei servizi e nella manifattura, ma relativamente forte nel comparto degli immobili commerciali. Le banche hanno inoltre segnalato una diminuzione netta della domanda di prestiti e di linee di credito nella maggior parte dei settori economici, a esclusione dei servizi. Nel secondo semestre del 2024 le banche dell'area dell'euro si attendono un inasprimento netto delle condizioni di concessione del credito, oltre a una moderata crescita netta delle domande di prestiti nella maggior parte dei settori dell'economia, ad eccezione delle costruzioni e degli immobili commerciali.

**I rischi climatici e le connesse politiche hanno continuato a contribuire a un irrigidimento delle condizioni creditizie per le imprese inquinanti.** Le banche dell'area dell'euro hanno indicato che i rischi connessi al clima che minacciano le imprese e i provvedimenti per far fronte ai cambiamenti climatici negli scorsi 12 mesi hanno continuato a esercitare un impatto di irrigidimento netto, seppure inferiore a quanto atteso, sui criteri di concessione dei prestiti alle imprese inquinanti, cioè quelle che contribuiscono in misura significativa ai cambiamenti climatici e non hanno ancora fatto alcun progresso, o solo minimi, nella transizione. Per contro, gli stessi fattori hanno comportato un ulteriore impatto di allentamento netto per i prestiti alle imprese verdi, cioè quelle che contribuiscono solo in minima parte o per niente ai cambiamenti climatici e alle imprese in via di transizione, cioè quelle che vi contribuiscono, ma che stanno compiendo progressi considerevoli nel processo di trasformazione. Secondo le banche, il rischio fisico rappresenta la determinante principale dell'impatto di inasprimento della propria politica di concessione dei prestiti. Per i prossimi 12 mesi le banche dell'area dell'euro si attendono un impatto restrittivo netto lievemente più marcato sui criteri per la concessione del credito alle imprese inquinanti, mentre per le imprese verdi e in via di transizione è atteso un impatto di allentamento netto lievemente maggiore.

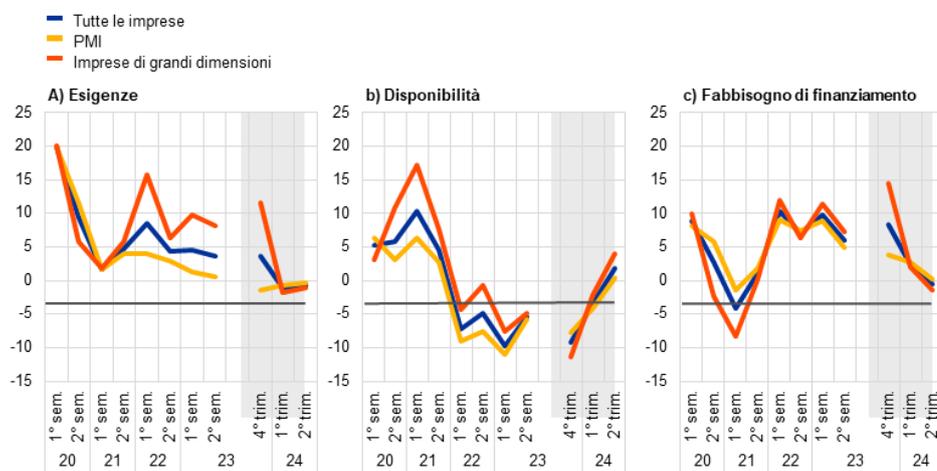
**In base alla SAFE, un numero minore di imprese dell'area dell'euro ha indicato un irrigidimento delle condizioni di finanziamento nel secondo trimestre del 2024, rispetto al primo.** È diminuita la percentuale netta di aziende che hanno segnalato degli aumenti sia dei tassi di interesse sui prestiti bancari sia di altri costi di finanziamento, quali oneri, commissioni e provvigioni. Si sono portate, rispettivamente, al 31 (dal 43 del trimestre precedente) e al 28 per cento (dal 37). Come avvenuto nel primo trimestre del 2024, poche imprese hanno indicato la presenza di ostacoli nell'ottenere un prestito bancario.

**Le imprese hanno riferito altresì un lieve miglioramento della disponibilità e una modesta riduzione della necessità di prestiti bancari, con una conseguente piccola diminuzione del proprio fabbisogno di finanziamento da parte delle banche.** Nel secondo trimestre del 2024 la percentuale netta di società segnalanti un miglioramento della disponibilità dei prestiti erogati dalle banche è stata pari al 2 per cento, mentre nel trimestre precedente il 3 per cento di esse indicava un peggioramento (cfr. il grafico 20). Tale variazione è attribuibile principalmente a grandi aziende, considerato che, in media, le piccole e medie imprese (PMI) non hanno segnalato cambiamenti. Nel secondo trimestre, l'1 per cento netto delle imprese, indipendentemente dalle dimensioni, ha indicato una minore esigenza di prestiti bancari (stabile rispetto al trimestre precedente). Di conseguenza, la variazione del fabbisogno di finanziamento, ossia la differenza stimata tra la variazione del fabbisogno di prestiti bancari e la variazione della disponibilità di prestiti bancari, è stata negativa per l'1 per cento netto delle imprese, in calo dal 2 per cento delle imprese per le quali era positiva nel trimestre precedente. Se, tuttavia, si considera la dimensione aziendale, la variazione del fabbisogno di finanziamento è stata negativa per il 2 per cento netto delle grandi imprese, mentre è rimasta stabile per le PMI. In prospettiva, le imprese si attendono un ulteriore miglioramento della disponibilità di finanziamento esterno nei prossimi tre mesi e le aziende di maggiori dimensioni risultano più ottimiste delle PMI.

## Grafico 20

### Variazioni delle esigenze di prestiti bancari delle imprese dell'area dell'euro, relativa disponibilità e fabbisogno di finanziamento

(percentuali nette di intervistati)



Fonti: indagine SAFE ed elaborazioni della BCE.

Note: PMI sta per "piccole e medie imprese". I dati si basano sulle imprese per le quali lo strumento in questione è rilevante (ad esempio lo hanno usato o ne hanno considerato l'impiego). Sono esclusi gli intervistati che hanno risposto "non applicabile" o "non so". Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento di un dato fattore e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine dalla 23 alla 31 (aprile-settembre 2020; aprile-giugno 2024). Sull'asse delle ascisse: 1° sem. indica il periodo di riferimento che va dal 2° al 3° trimestre e 2° sem. il periodo di riferimento dal 4° al 1° trimestre dell'anno successivo. I grafici nelle aree grigie ombreggiate mostrano le risposte alle stesse domande, ma su base trimestrale. 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 percepita nel fabbisogno di finanziamento 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. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale.

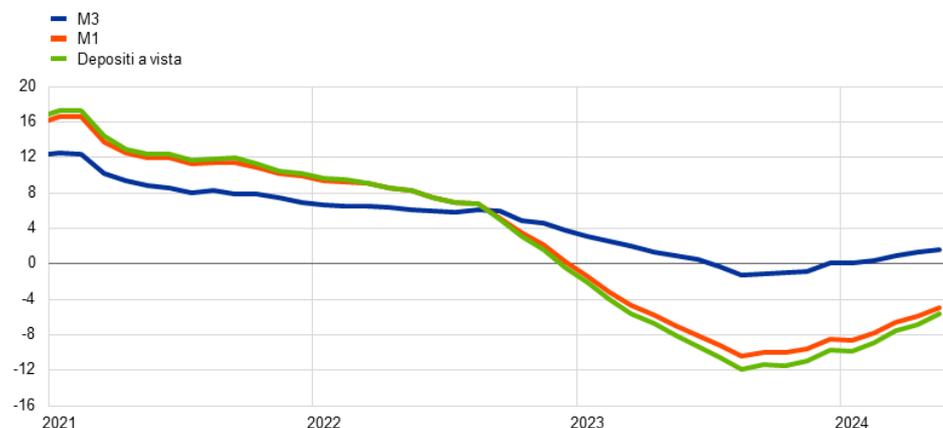
### A maggio 2024 le imprese e le famiglie hanno registrato un ulteriore aumento dei volumi di depositi a termine, nonostante la riallocazione a scapito dei depositi a vista abbia registrato un graduale rallentamento.

I volumi dei depositi a vista si sono contratti a un ritmo più lento a maggio, con un tasso di crescita sui dodici mesi che è salito al -5,6 per cento, dal -6,8 di aprile (cfr. il grafico 21). L'attuale preferenza di imprese e famiglie per depositi a termine e strumenti negoziabili continua a essere attribuibile alla remunerazione ancora notevolmente più elevata di questi strumenti rispetto ai depositi a vista. Sebbene i flussi di depositi siano ancora significativamente più orientati verso i depositi a termine rispetto al passato, tale riallocazione sta perdendo vigore, con la stabilizzazione del differenziale tra i rendimenti di entrambi gli strumenti. L'allocazione dei depositi da parte delle imprese si sta avvicinando a un livello più in linea con i profili storici e tra marzo e maggio sono stati registrati tre flussi mensili positivi di seguito, seppure contenuti. Allo stesso tempo, gli afflussi di depositi da imprese e famiglie sono stati in parte compensati dai deflussi dai fondi del mercato monetario, nel contesto del calo dei tassi di interesse a breve termine osservato a maggio.

## Grafico 21

### 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 maggio 2024.

**A maggio 2024 nell'area dell'euro è proseguita la graduale ripresa del tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3), sostenuta dagli afflussi netti dall'estero.** Dall'inizio del 2024 la crescita monetaria ha registrato un aumento graduale. A maggio la crescita di M3 è aumentata all'1,6 per cento, dall'1,3 di aprile (cfr. il grafico 26). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è rimasta in territorio negativo, ma è aumentata ulteriormente, portandosi a maggio al -4,9 per cento, dal -5,9 del mese precedente. Gli afflussi dall'estero si sono confermati l'unica determinante positiva di rilievo della crescita monetaria, in uno scenario di stagnazione dei prestiti a famiglie e imprese, persistente contrazione del bilancio dell'Eurosistema e dell'emissione di obbligazioni bancarie, in un contesto in cui proseguono i rimborsi dei fondi delle OMRLT.

# Riquadri

## 1 Geopolitica e interscambio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: meno rischi nelle importazioni?

a cura di Ivelina Ilkova, Laura Lebastard e Roberta Serafini

**Negli ultimi anni una serie di shock avversi ha messo in luce le vulnerabilità connesse all'approvvigionamento dei beni importati.** Alcune aziende, sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, hanno reagito modificando le proprie strategie di approvvigionamento, o prevedendo di farlo, al fine di migliorare la resilienza della catena di fornitura<sup>1</sup>. Sulla base di dati dettagliati a livello di prodotto, il presente riquadro analizza portata e modalità delle modifiche apportate dall'area dell'euro e dagli Stati Uniti alle proprie strategie di approvvigionamento a partire dal 2016, quando le considerazioni geopolitiche hanno iniziato ad avere un ruolo più rilevante nelle relazioni commerciali, con il conseguente emergere di timori riguardo alla necessità di ridurre i rischi<sup>2</sup>, e il potenziale impatto sui prezzi all'importazione. Il riquadro si concentra su due diverse, ma non alternative, strategie, che mirano a rafforzare la capacità di tenuta della catena di approvvigionamento e a gestire i timori di sicurezza nazionale. Si tratta di: diversificazione (aumentare il numero dei paesi fornitori) e ribilanciamento (ridurre la quota di mercato del paese che rappresenta il principale fornitore)<sup>3</sup>.

**Nel decennio scorso l'area dell'euro ha progressivamente diversificato le proprie fonti di importazione, sebbene non vi siano segnali di un'accelerazione di tale processo rispetto al passato.** A partire dal 2016 l'area dell'euro ha gradualmente aumentato il numero di paesi per l'approvvigionamento dei prodotti, inclusi beni di importanza strategica<sup>4</sup>, con un ritmo lievemente più veloce a partire dalla pandemia (cfr. il pannello a) del grafico A). Ciò sembra,

<sup>1</sup> Cfr. *EIB Investment Survey – European Union Overview*, Banca europea per gli investimenti, 2023, e il riquadro 1 *Rischi legati alla produzione mondiale e alle catene di approvvigionamento: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese leader* nel numero 7/2023 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Nel 2016 sono emerse tensioni commerciali significative tra Stati Uniti e Cina, che hanno segnato l'inizio di importanti variazioni nelle strategie commerciali statunitensi. Sebbene quell'anno potrebbe non avere la stessa rilevanza per l'area dell'euro, per la quale i cambiamenti con maggiore impatto sono avvenuti dopo il 2019, fissare il 2016 come punto di partenza per l'analisi garantisce un periodo di confronto comune. Tale approccio contribuisce a rilevare gli eventi chiave che hanno interessato gli Stati Uniti e l'area dell'euro e fornisce una migliore comprensione di come i profili commerciali abbiano avuto un'evoluzione differente nelle due aree geografiche. I risultati non cambiano se l'analisi per l'area dell'euro inizia nel 2019 anziché nel 2016.

<sup>3</sup> Sebbene esulino dall'ambito della presente analisi, anche le strategie di esportazione potrebbero variare in risposta alle tensioni geopolitiche, in termini di dipendenza relativa da una clientela geopoliticamente distante.

<sup>4</sup> Per una definizione dei beni di importanza strategica, cfr. la lista in *“Strategic dependencies and capacities”*, Documento di lavoro della Commissione europea, n. 352, Commissione europea, 2021. La Commissione europea ha individuato le dipendenze strategiche da specifici input importati sulla base di tre indicatori: concentrazione, misurata sulla base dell'indice Herfindahl-Hirschman e delle quote di mercato dei paesi fornitori non appartenenti all'UE; rilevanza della domanda, calcolata come la quota delle importazioni dai di fuori dell'UE sul totale delle importazioni dell'Unione; sostituibilità, calcolata come rapporto tra importazioni dai di fuori dell'UE e il totale delle esportazioni dell'Unione. Per gli Stati Uniti è stato composto un insieme analogo di prodotti, adattando ai dati statunitensi la metodologia elaborata dalla Commissione europea.

tuttavia, essere il proseguimento di un processo in atto nell'area già dall'inizio del secolo. Al contrario, negli Stati Uniti la diversificazione è stata meno marcata.

**La diversificazione, tuttavia, ha acquisito una dimensione geopolitica crescente: sia l'area dell'euro sia gli Stati Uniti diversificano le importazioni di prodotti rivolgendosi in misura relativamente maggiore a paesi geopoliticamente distanti.**

In questa sede si valuta la portata della dimensione geopolitica di tale diversificazione, classificando i paesi fornitori in base alla distanza geopolitica: vicini (ad esempio i paesi del G7, gli Stati membri dell'UE, l'Australia, la Corea del Sud e la Turchia) e distanti (ad esempio Cina, Russia, Iran, Corea del Nord e Siria)<sup>5</sup>. Nel pannello b) del grafico A sono mostrati i risultati di un event study che valuta se, per un determinato prodotto importato, la distanza geopolitica di un paese che rappresenta un fornitore principale abbia influenzato il numero complessivo di paesi fornitori, rispetto a prodotti che provenivano principalmente da un paese geopoliticamente vicino<sup>6</sup>. I risultati suggeriscono che la diversificazione delle fonti di importazione dal 2016 è diventata molto più importante per i prodotti importati in misura relativamente maggiore da paesi geopoliticamente distanti; nelle due aree geografiche esaminate tale rilevanza è in aumento, in particolare dopo il 2021.

---

<sup>5</sup> La definizione di distanza geopolitica si basa sul voto espresso dai paesi alla Risoluzione ES-11/3 dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, relativa alle sanzioni contro la Russia. I paesi astenuti sono considerati neutrali e vengono attribuiti al gruppo dei vicini geopoliticamente. L'approccio di individuare le analogie geopolitiche dei paesi sulla base dei rispettivi voti alle Nazioni Unite è in linea con Campos et al., "Geopolitical fragmentation and trade", *Journal of Comparative Economics*, vol. 51, n. 4, 2023, pagg. 1289-1315 e il riquadro 3 *Rilocalizzazione delle catene globali del valore in paesi amici: una valutazione basata su modelli* nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

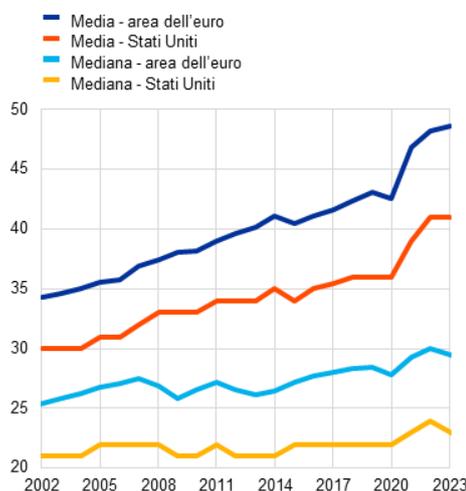
<sup>6</sup> Tale stima viene eseguita separatamente per l'area dell'euro e gli Stati Uniti applicando la seguente formula:  $number\ country\ suppliers_{it} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k time\ dummy_{kt} \times geopol\_distant\ dummy_i + FE_i + FE_t + \varepsilon_{it}$ , in cui la variabile dipendente è il numero di paesi di approvvigionamento per il prodotto  $i$ , in base al livello a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato dell'Organizzazione mondiale delle dogane, al tempo  $t$  e  $k$  è il numero di anni rispetto al 2016. Il gruppo di trattamento è l'insieme di prodotti il cui principale fornitore era un'economia geopoliticamente distante nel periodo 2014-2016, mentre il gruppo di controllo è l'insieme di prodotti il cui principale paese di approvvigionamento era un'economia geopoliticamente vicina nel periodo 2014-2016. La formula consente effetti fissi specifici per prodotto e per tempo.

## Grafico A

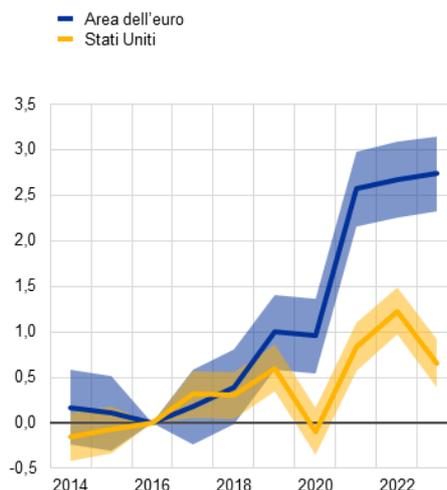
### Diversificazione dei paesi di approvvigionamento per area dell'euro e Stati Uniti

a) Numero di paesi di approvvigionamento per prodotto b) Diversificazione in caso di paese fornitore principale geopoliticamente distante

(medie e mediane)



(differenze nel numero di paesi di approvvigionamento rispetto ai beni provenienti da paesi geopoliticamente vicini)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: il prodotto è definito al livello più dettagliato delle caratteristiche merceologiche che consenta il confronto tra paesi (livello a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato dell'Organizzazione mondiale delle dogane). Il pannello b) mostra i risultati di un event study che mette a confronto il numero di paesi di approvvigionamento per un determinato prodotto importato principalmente da un paese geopoliticamente distante piuttosto che vicino. I dati impiegati per la regressione relativa all'area dell'euro escludono il commercio interno all'area. L'anno di riferimento è il 2016. Le aree ombreggiate indicano gli intervalli di confidenza al 95 per cento.

**Sebbene già da alcuni anni sia in atto qualche forma di diversificazione delle fonti di importazione, non vi sono segnali univoci di uno spostamento della dipendenza dell'area dell'euro e degli Stati Uniti da paesi geopoliticamente distanti.** I dati aggregati indicano che la quota di mercato della Cina nelle

importazioni dell'area dell'euro è aumentata di 3 punti percentuali dal 2016, mentre è diminuita di 11 punti percentuali nelle importazioni statunitensi. Dal 2022 l'area dell'euro ha avuto un'esposizione alla Cina maggiore degli Stati Uniti. Nel caso della Russia, sia l'area dell'euro sia gli Stati Uniti hanno diminuito le proprie quote di mercato delle importazioni, coerentemente con le sanzioni applicate e con gli embarghi connessi. Tuttavia, ad eccezione di Cina e Russia, le prove di un ribilanciamento sono più contenute: le quote aggregate di importazioni da paesi geopoliticamente distanti sono rimaste stabili sia per l'area dell'euro sia per gli Stati Uniti, in quanto nessuna delle due regioni ha deciso di dirottare in misura significativa le importazioni a scapito di questi paesi.

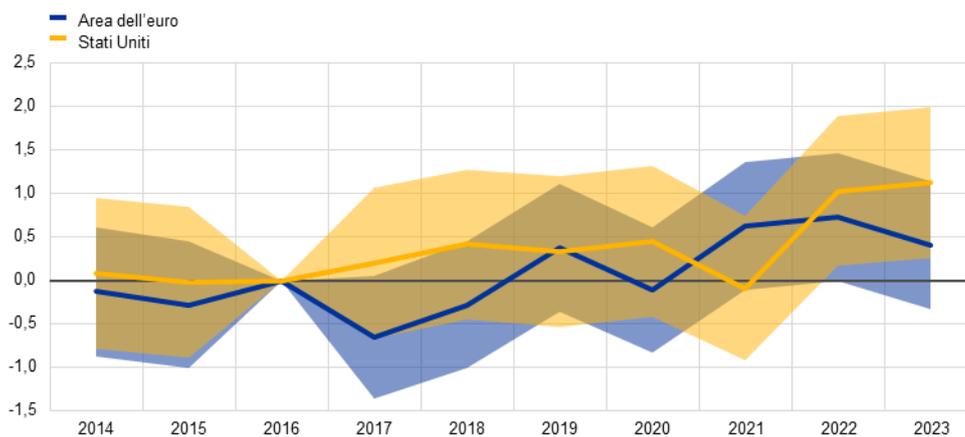
**I dati a livello di prodotto evidenziano un ribilanciamento contenuto a sfavore di un paese fornitore principale.** In particolare per i beni strategici si è eseguito un confronto degli andamenti delle importazioni per i prodotti importati principalmente da un paese geopoliticamente distante e vicino. I risultati di un event study indicano

scarsi segnali di un ribilanciamento significativo da parte dell'area dell'euro o degli Stati Uniti a scapito dei paesi geopoliticamente distanti (cfr. il grafico B)<sup>7</sup>.

### Grafico B

Variazione della rilevanza di un paese principale di approvvigionamento per beni di importanza strategica in caso di paese geopoliticamente distante per l'area dell'euro e gli Stati Uniti

(differenze percentuali rispetto al livello di importazione di beni provenienti da paesi geopoliticamente vicini)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra i risultati di un event study che mette a confronto i livelli delle importazioni di beni di importanza strategica da paesi geopoliticamente vicini e distanti. La base dati include i dati dei volumi di importazione per i beni di importanza strategica da tutti i partner commerciali al livello a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato (Harmonized System, HS) dell'Organizzazione mondiale delle dogane. Sono esclusi i dati per i beni che rientrano nel capitolo 27 della classificazione dell'HS (combustibili minerali, oli minerali e relativi distillati; sostanze bituminose; cere minerali). I dati impiegati per la regressione relativa all'area dell'euro escludono il commercio interno all'area. L'anno di riferimento è il 2016. Le aree ombreggiate indicano gli intervalli di confidenza al 95 per cento.

**Le implicazioni per i prezzi all'importazione sono diverse in base alla strategia di approvvigionamento prevalente.** Per lo stesso prodotto i fornitori provenienti da nuovi paesi di approvvigionamento tendono a essere più costosi dei fornitori già esistenti (cfr. il pannello a) del grafico C). Tuttavia, l'impatto sui prezzi all'importazione aggregati è contenuto: in media nel periodo tra il 2016 e il 2023 il flusso di prodotti provenienti da paesi nuovi rappresentava una quota contenuta delle importazioni totali (0,2-0,3 per cento), lasciando presagire un effetto solo limitato sui prezzi aggregati.

**Per prodotti per i quali o l'area dell'euro o gli Stati Uniti hanno modificato il proprio paese fornitore principale, il ribilanciamento sembra mirare soprattutto a una riduzione dei costi, piuttosto che a un rafforzamento della catena di approvvigionamento o alla gestione dei timori di sicurezza nazionale.**

Il ribilanciamento a scapito del paese fornitore principale ha orientato le importazioni soprattutto verso paesi di approvvigionamento più economici, per entrambe le aree geografiche in questione. In media, dal 2016, l'area dell'euro e gli Stati Uniti hanno mostrato una tendenza al ribilanciamento delle importazioni a favore di fonti meno costose, anche se qualcosa è cambiato dopo l'invasione dell'Ucraina da parte della

<sup>7</sup> Il grafico mostra la  $\beta_k$  stimata della regressione speculare del pannello b) del grafico A):  $\ln imports_{ijt} = \sum_{k=-2}^7 \beta_k time\ dummy_{kt} \times geopol\_distant\ dummy_j + FE_{ij} + FE_t + \varepsilon_{ijt}$ , in cui la variabile dipendente è il logaritmo naturale delle importazioni dal paese principale di approvvigionamento  $j$  verso l'area dell'euro del prodotto  $i$  al tempo  $t$ .

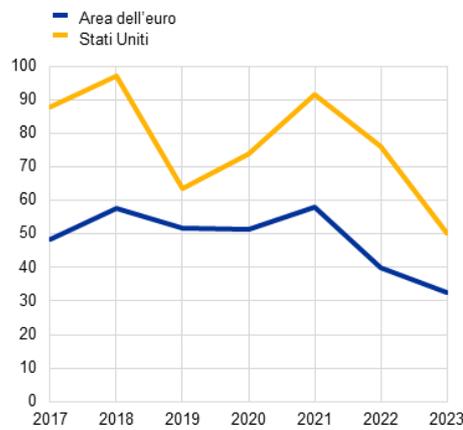
Russia nel 2022, quando entrambe le aree si sono rivolte a paesi di approvvigionamento relativamente più costosi (cfr. il pannello b) del grafico C). Di fatto, lo spostamento delle importazioni da un fornitore principale geopoliticamente distante verso uno vicino è connesso a un aumento dei prezzi mediano pari al 30 e al 40 per cento, rispettivamente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Il riorientamento nell'ambito di un gruppo di paesi geopoliticamente vicini ha un effetto sostanzialmente neutro sui prezzi all'importazione.

### Grafico C

Effetti sui prezzi all'importazione delle strategie di riduzione dei rischi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

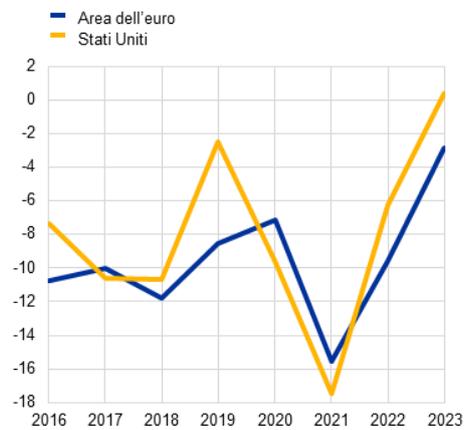
a) Confronto tra flussi di paesi nuovi e già esistenti fornitori di prodotti

(differenze percentuali, mediana di prodotti dell'HS6)



b) Confronto tra paesi di approvvigionamento le cui quote di importazioni sono e non sono aumentate

(differenze percentuali, mediana di prodotti dell'HS6)



Fonte: Trade Data Monitor.

Note: il pannello a) mostra la differenza di prezzo tra un prodotto proveniente da paesi di approvvigionamento nuovi (ad es.: un prodotto non importato da tale paese nell'anno precedente) e lo stesso prodotto proveniente da paesi di approvvigionamento già esistenti (ad es.: un prodotto già importato da tale paese nell'anno precedente). Per evitare distorsioni derivanti da importatori occasionali, sono inclusi solo i paesi di prodotti dai quali si continua a importare anche nell'anno successivo (ad eccezione del 2023). Il pannello b) mostra la differenza di prezzo tra un prodotto proveniente da paesi di approvvigionamento per i quali la quota di mercato è aumentata (rispetto all'anno precedente) e lo stesso prodotto proveniente da paesi di approvvigionamento per i quali la quota di mercato è diminuita o è rimasta invariata. L'acronimo HS6 corrisponde al livello a sei cifre della classificazione del sistema armonizzato dell'Organizzazione mondiale delle dogane.

## Andamenti recenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro specifici per paese e per settore

a cura di António Dias da Silva, Antonella Fabrizio e Matthias Mohr

### **Una combinazione di diversi shock negativi ha contribuito a comprimere la crescita della produttività nell'area dell'euro negli ultimi quattro anni.**

La pandemia, le interruzioni nelle catene di approvvigionamento mondiali e, a partire dal 2021, i rincari dell'energia, accentuati dalla guerra russa in Ucraina, sono tutti fattori che hanno contribuito al rallentamento della crescita della produttività. Tali fattori hanno esercitato un impatto particolarmente significativo sui settori industriale, del commercio all'ingrosso e al dettaglio e delle costruzioni. Di conseguenza, la dinamica della produttività è stata più debole rispetto al passato: a partire dal quarto trimestre del 2019, la produttività media per occupato è diminuita dello 0,2 per cento all'anno, in media, a fronte di una crescita media dello 0,8 per cento all'anno nel periodo precedente la pandemia. Dal quarto trimestre del 2019 il tasso di crescita medio della produttività per ora lavorata è stato pari allo 0,2 per cento all'anno, a fronte di una crescita media dell'1,2 per cento all'anno nel periodo precedente la pandemia. Nel primo trimestre del 2024 la produttività per occupato è stata inferiore dello 0,7 per cento rispetto al dato corrispondente osservato nel quarto trimestre del 2019, mentre la produttività per ora lavorata è stata superiore di solo lo 0,7 per cento (cfr. il grafico A).

### **Sebbene rifletta fattori di natura ciclica, il rallentamento della produttività potrebbe essere riconducibile anche a fattori di natura strutturale<sup>1</sup>.**

La produttività è intrinsecamente prociclica: aumenta in periodi di espansione e diminuisce in periodi di recessione. Nell'area dell'euro, le istituzioni del mercato del lavoro e le preferenze sociali attribuiscono grande importanza alla tutela dell'occupazione rispetto alla flessibilità, come dimostrano, ad esempio, le misure di integrazione salariale introdotte durante la pandemia<sup>2</sup>. Tuttavia, non è ancora possibile valutare se l'ampio ricorso a tali misure e gli impatti del rincaro dell'energia a partire dal 2021 avranno solo un effetto ciclico o se si aggiungeranno alle debolezze strutturali esistenti<sup>3</sup>.

### **Tra le cinque maggiori economie dell'area dell'euro, la Francia e la Spagna si distinguono per aver registrato, rispettivamente, il calo e l'aumento più elevati nella produttività per ora lavorata.**

In Francia, l'input di lavoro, in termini sia di ore lavorate sia di persone occupate, è aumentato di circa il doppio rispetto al PIL, in parte per effetto del maggior numero di contratti di apprendistato offerti. Considerato che i nuovi apprendisti sono, in media, meno produttivi rispetto ai lavoratori esperti, ciò può aver contribuito al brusco calo della produttività osservato

<sup>1</sup> Cfr. Arce, O. e Sondermann, D., "Low for long? Reasons for the recent decline in productivity", *Il Blog della BCE*, BCE, 6 maggio 2024.

<sup>2</sup> La percentuale di aziende che hanno accumulato manodopera è stata particolarmente elevata durante il periodo pandemico e in quello successivo. Cfr. il riquadro 3 *L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera* nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

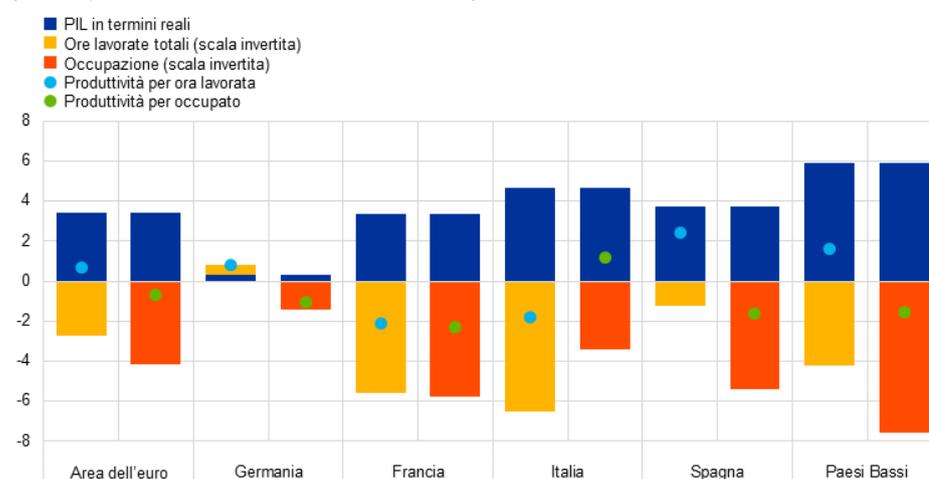
<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, l'articolo 1 *Il rallentamento della produttività nell'area dell'euro: un confronto con il contesto mondiale* nel numero 3/2017 di questo Bollettino.

nel breve periodo (cfr. il grafico A). La Spagna ha registrato una forte crescita della produttività del lavoro per ora lavorata, in parte riconducibile al netto calo della media delle ore lavorate, mentre la crescita della produttività per occupato è stata negativa. La crescita della produttività del lavoro per occupato è stata negativa in tutte le cinque maggiori economie, ad eccezione dell'Italia, dove si è osservato un forte aumento della media delle ore lavorate. Le differenze settoriali sono fondamentali per spiegare tali andamenti. Ad esempio, il settore delle costruzioni ha sostenuto la crescita della produttività in Italia, mentre nelle altre quattro maggiori economie ha avuto un effetto negativo<sup>4</sup>. Il settore pubblico ha fornito un contributo negativo alla produttività per occupato in tutti e cinque i paesi.

### Grafico A

#### Crescita della produttività del lavoro per paese

(variazioni percentuali cumulate dal 4° trim. 2019 al 1° trim. 2024)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

#### A livello dell'area dell'euro, il rallentamento della crescita della produttività è stato generalizzato, pur presentando differenze tra settori<sup>5</sup>.

Nel periodo compreso tra il quarto trimestre del 2019 e il primo trimestre del 2024, il settore delle costruzioni ha registrato il più elevato calo cumulato della produttività, dovuto alla diminuzione del valore aggiunto lordo e a un forte aumento dell'occupazione e delle ore lavorate (cfr. il grafico B). Complessivamente, questi due fattori hanno contribuito a una diminuzione della produttività del lavoro in tale settore pari a circa l'8 per cento. Nei settori più ampi, quali commercio e trasporto e il settore pubblico, la produttività per occupato è diminuita, mentre la produttività per ora lavorata ha mostrato una sostanziale stagnazione<sup>6</sup>. I servizi legati alle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni hanno registrato un notevole aumento della

<sup>4</sup> Il settore delle costruzioni ha beneficiato di un regime di sostegno fiscale introdotto nel 2020 per attenuare l'impatto economico della pandemia su famiglie e imprese. Tale regime consentiva ai proprietari di detrarre dalle tasse, a determinate condizioni, fino al 110 per cento del costo di ristrutturazione delle proprie abitazioni.

<sup>5</sup> Ai fini dell'analisi settoriale, si utilizza il valore aggiunto lordo diviso per l'occupazione o le ore lavorate: i dati sono leggermente diversi rispetto ai casi in cui il PIL è utilizzato come numeratore, come mostrato nei grafici A e B.

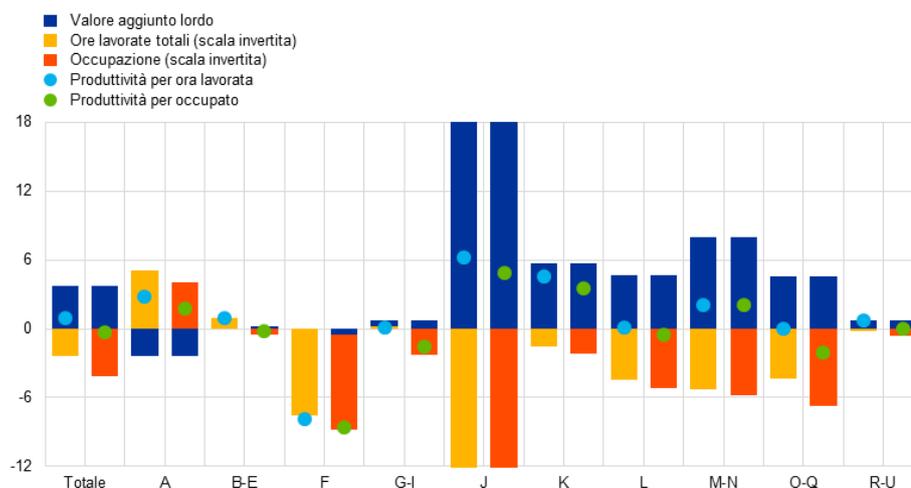
<sup>6</sup> I dati sulla produttività relativi alle attività non di mercato riflettono principalmente il costo del lavoro. Tuttavia, il maggiore aumento della creazione di posti di lavoro rispetto al valore aggiunto lordo ha gravato sulla produttività.

produttività, trainato dalla forte crescita del valore aggiunto lordo. Tuttavia, rispetto alla variazione osservata nei quattro anni precedenti la pandemia (per utilizzare un orizzonte temporale analogo) tale settore ha registrato il rallentamento più marcato della crescita della produttività dopo il settore delle costruzioni. Per alcuni settori, il periodo di quattro anni comprende due fasi distinte. Nel settore manifatturiero, ad esempio, fino alla metà del 2022 la crescita cumulata della produttività per occupato era pari al 3,7 per cento mentre quella della produttività per ora lavorata era pari al 5 per cento. Tuttavia, lo shock ai prezzi dell'energia ha contribuito a far entrare la produttività in territorio negativo. Pertanto, rispetto al periodo precedente la pandemia, la crescita cumulata è divenuta negativa se misurata per persona occupata ed è aumentata solo dell'1 per cento se misurata in termini di ore lavorate. Tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2022, i settori dei servizi a elevata intensità di contatti hanno registrato un aumento della produttività per occupato pari allo 0,3 per cento e un incremento della produttività per ora lavorata pari allo 0,7 per cento. Tra il terzo trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2024, a ciò ha fatto seguito un calo dell'1,5 per cento della produttività per occupato e dello 0,5 per cento della produttività per ora lavorata.

## Grafico B

### Crescita della produttività del lavoro per settore

(variazioni percentuali cumulate dal 4° trim. 2019 al 1° trim. 2024)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i codici NACE Rev. 2 sull'asse delle ascisse si riferiscono ai seguenti settori economici: Totale: Totale delle attività economiche; A: Agricoltura, silvicoltura e pesca; B-E: Industria; F: Costruzioni; G-I: Commercio, trasporto e alloggio; J: Servizi di informazione e comunicazione; K: Attività finanziarie e assicurative; L: Attività immobiliari; M-N: Attività professionali, scientifiche, tecniche, amministrative e di servizi di supporto; O-Q: Attività di servizio pubblico; R-U: Attività artistiche, di intrattenimento, ricreative e altre attività di servizi. I dati per il settore dell'informazione e della comunicazione (J) sono fuori scala. I valori effettivi sono pari al 23,1 per cento per il valore aggiunto lordo, al 15,8 per il totale delle ore lavorate e al 17,3 per l'occupazione.

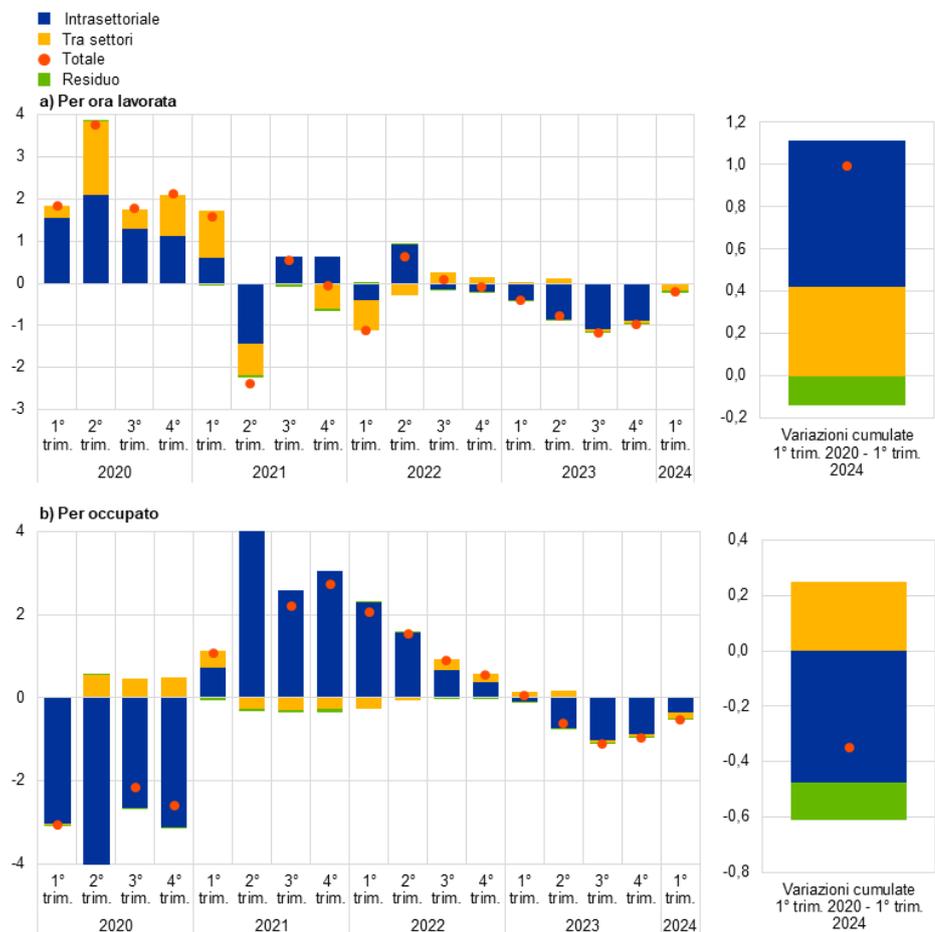
**La debole crescita della produttività è il risultato di contrazioni all'interno dei settori piuttosto che di una riallocazione del lavoro tra settori.** La riallocazione del lavoro dai settori a bassa produttività a quelli ad alta produttività ha avuto un impatto positivo sulla variazione cumulata della produttività a partire dal primo trimestre del 2020. In assenza di tale effetto positivo, la produttività del lavoro per ora lavorata (cfr. il pannello a) del grafico C) e per occupato (cfr. il pannello b) del grafico C) sarebbe stata persino inferiore. Tuttavia, questo effetto di riallocazione positivo è stato compensato dall'impatto negativo della pandemia e in seguito è

tornato su livelli prossimi allo zero. Fino al primo trimestre del 2021 la quota dei settori dei servizi a elevata intensità di contatti meno produttivi è diminuita, mentre quella di settori ad alta produttività come l'industria, le tecnologie dell'informazione e della comunicazione e i servizi professionali è aumentata, rimanendo su un livello più elevato durante la ripresa. Guardando alle variazioni sul periodo corrispondente, l'effetto di riallocazione si è invertito dalla metà del 2021 alla metà del 2022, riflettendo le dinamiche di riapertura e, successivamente, è stato pressoché neutro. Pertanto, la pandemia non ha indotto cambiamenti strutturali sostanziali nella composizione settoriale dell'economia: rispetto al 2019, le quote dei settori sono rimaste sostanzialmente stabili in termini sia di ore lavorate totali sia di valore aggiunto.

### Grafico C

#### Analisi di tipo "shift-share" degli andamenti della produttività

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e cumulate dal 1° trim. 2020 al 1° trim. 2024)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: nel pannello b), i dati relativi al secondo trimestre del 2020 e al secondo trimestre del 2021 sono fuori scala. Per il secondo trimestre del 2020 la componente "intrasettoriale" è stata pari a -11,9 per cento e la variazione totale si è collocata a -11,3 per cento. Per il secondo trimestre del 2021 la componente "intrasettoriale" è stata pari al 12,2 per cento e la variazione complessiva all'11,7. Il calcolo segue l'analisi di tipo "shift-share" teorizzata in Denis, C., McMorrow, K. e Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy - Economic Papers*, n. 208, Commissione europea, luglio 2004, pag. 78.

**Nel complesso, il rallentamento della produttività è in larga misura il risultato di shock avversi che incidono sulla crescita del PIL.** La pandemia e lo shock dei

prezzi dell'energia hanno gravato sul PIL dell'area dell'euro, determinando un calo generalizzato della produttività, data la sua natura prociclica. Margini di profitto più elevati, associati a salari reali più bassi, a una forte crescita della forza lavoro e a una riduzione delle ore medie lavorate, hanno complessivamente contribuito a sostenere la crescita dell'occupazione, aumentando nel contempo la prociclicità<sup>7</sup>. Con il venir meno di alcuni di questi fattori, in un contesto caratterizzato dall'indebolimento degli utili e dall'aumento dei salari reali, ulteriori miglioramenti del mercato del lavoro diventeranno sempre più difficili da conseguire qualora non siano sostenuti da una crescita più vigorosa della produttività.

---

<sup>7</sup> Cfr. Arce, O. e Sondermann, D., op. cit.

### 3 I risultati delle recenti indagini sugli investimenti delle imprese nell'area dell'euro nel 2024

a cura di Valerie Jarvis e Barbara Schirato

#### **Il presente riquadro valuta le prospettive per gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro nel 2024, secondo le recenti indagini condotte dalla Commissione europea e dalla Banca europea per gli investimenti.**

Gli investimenti delle imprese nell'area dell'euro hanno subito un notevole rallentamento nel 2023 sulla scia della pandemia, della crisi energetica del 2022-2023 e del successivo inasprimento delle condizioni di finanziamento. Dopo una brusca contrazione nell'ultimo trimestre del 2023, gli investimenti hanno registrato una modesta ripresa nel primo trimestre del 2024. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema lo scorso giugno indicano una modesta crescita annuale degli investimenti nel 2024, sostanzialmente in linea con i risultati delle indagini.

#### **L'ultima indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione europea indica una crescita contenuta degli investimenti delle imprese per il 2024.**

L'indagine semestrale sugli investimenti condotta dalla Commissione europea raccoglie dalle imprese informazioni qualitative sui relativi piani per l'anno. Solitamente, i risultati dell'indagine riflettono abbastanza bene la crescita annua degli investimenti. Il dato rilevato tra marzo e aprile 2024 suggerisce che, in termini storici (escludendo i periodi di crisi), i propositi di investimento per il 2024 sono particolarmente bassi nel settore manifatturiero, con un saldo corrispondente ai livelli normalmente associati a una stagnazione degli investimenti delle imprese nell'area dell'euro (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Tale prospettiva poco rosea è indicata anche dall'indagine sulle previsioni delle imprese di S&P condotta a marzo 2024, mentre l'indagine della Commissione europea della fine del 2023 aveva evidenziato, negli ultimi anni, un marcato aumento della quota di investimenti destinati alla sostituzione e alla razionalizzazione della produzione<sup>2,3</sup>. Nel contempo, nel 2023, la quota di investimenti delle imprese destinata all'espansione della capacità produttiva è scesa ad appena il 20 per cento nel settore manifatturiero, un minimo storico e un calo di circa 10 punti percentuali rispetto alle medie precedenti la pandemia, con un ulteriore lieve calo atteso per il 2024 (cfr. il grafico B). Tali quote sono simili nel settore dei servizi, benché non sia possibile un confronto storico in quanto l'indagine sul settore dei servizi è stata avviata solo nel 2021.

<sup>1</sup> Cfr. "European Economic Forecast (Spring 2024)", *Institutional Paper*, n. 286, Commissione europea, pagg. 31-32.

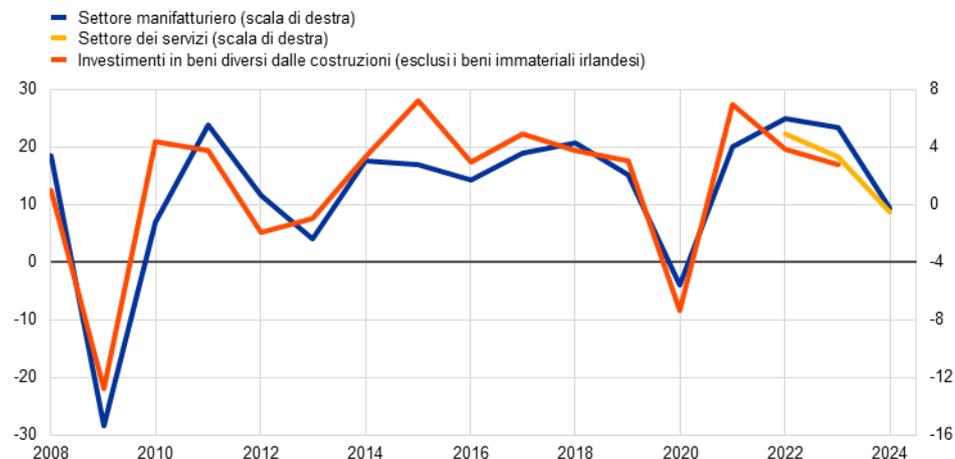
<sup>2</sup> Cfr. "S&P Global Business Outlook", *News Release*, S&P, 12 marzo 2024, in cui si osserva che i piani di investimento rimarranno probabilmente modesti nei prossimi 12 mesi.

<sup>3</sup> L'indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione alla fine del 2023 ha rivelato che, nel settore manifatturiero, la spesa per la sostituzione è salita al 36 per cento degli investimenti totali nel 2023 (e prevista per il 2024), dal 30 per cento circa, generalmente costante nei 20 anni precedenti la pandemia, mentre la razionalizzazione (destinata a semplificare la produzione) ha rappresentato un ulteriore 25 per cento degli investimenti totali (come nel 1999, dopo aver precedentemente registrato una tendenza al ribasso negli oltre venti anni di Unione economica e monetaria).

## Grafico A

### Intenzioni di investimento delle imprese e investimenti in beni diversi dalle costruzioni

(scala di sinistra: indicatori del saldo; scala di destra: variazioni percentuali sui dodici mesi)



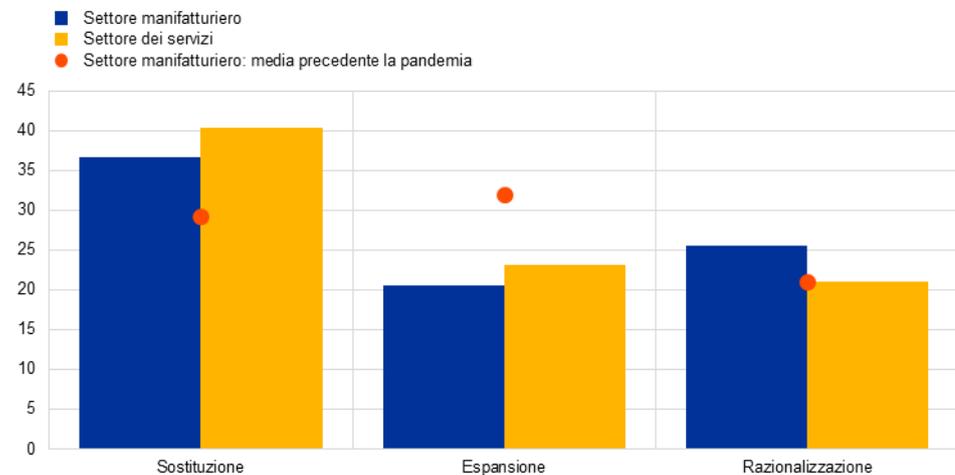
Fonti: Commissione europea, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: intenzioni di investimento sulla base delle osservazioni della primavera di ogni anno. Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni non comprendono i beni immateriali irlandesi. Le ultime osservazioni riflettono le intenzioni di investimento di marzo/aprile 2024 per il 2024 e gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni fino al 2023.

## Grafico B

### Proposti di investimento per settore

(percentuale degli intervistati)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le medie sono disponibili solo per il settore manifatturiero (indagine sui servizi avviata soltanto nel 2021). Le ultime osservazioni si riferiscono al 2023 (ricavate dall'indagine della Commissione sugli investimenti di ottobre/novembre 2023).

## L'aggregato per l'area dell'euro cela una notevole eterogeneità tra paesi e

**settori.** Le medie della Commissione per l'area dell'euro nascondono notevoli differenze tra paesi membri, con intenzioni di investimento generalmente più positive (e riviste al rialzo rispetto alla fine del 2023) nelle economie della zona meridionale dell'area e in alcuni dei suoi paesi membri più recenti. Sebbene gli ultimi shock economici avversi abbiano avuto un impatto meno negativo nei paesi con un settore dei servizi più ampio, i nuovi fondi erogati nell'ambito del Next Generation EU potrebbero già svolgere un ruolo più incisivo negli investimenti delle economie della

zona meridionale dell'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico C)<sup>4</sup>. Anche le variazioni tra settori sono notevoli sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, sebbene il primo presenti in genere revisioni al ribasso delle intenzioni di investimento per il 2024 (rispetto all'indagine della fine del 2023), mentre il profilo nel settore dei servizi rimane più eterogeneo (cfr. il pannello b) del grafico C).

---

<sup>4</sup> È probabile che i recenti shock abbiano avuto effetti diversi a seconda dei paesi e dei settori. Ad esempio, la pandemia ha colpito duramente i servizi (in particolare quelli rivolti ai consumatori), mentre è probabile che lo shock energetico e i crescenti rischi geopolitici a partire dall'inizio del decennio abbiano avuto un impatto maggiormente negativo sul settore manifatturiero.

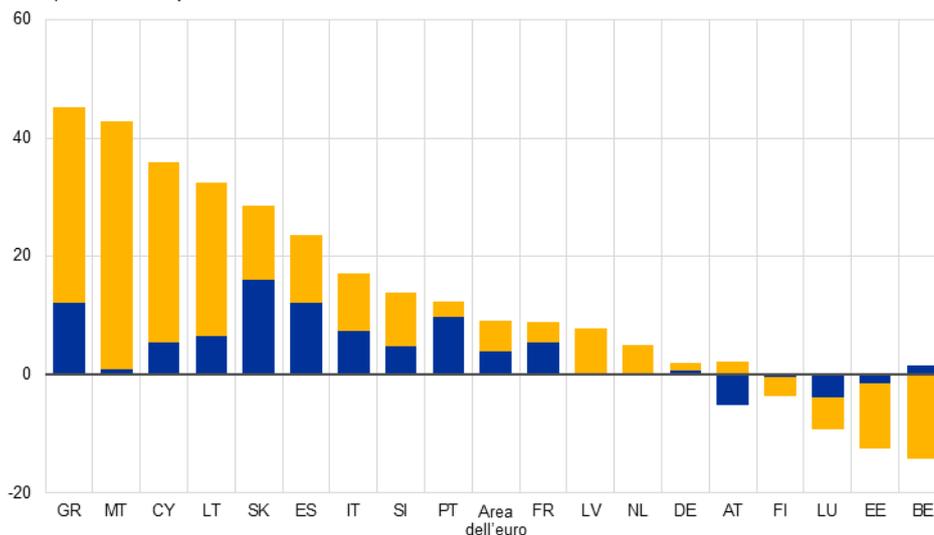
## Grafico C

### Variazioni tra paesi e settori nelle intenzioni di investimento

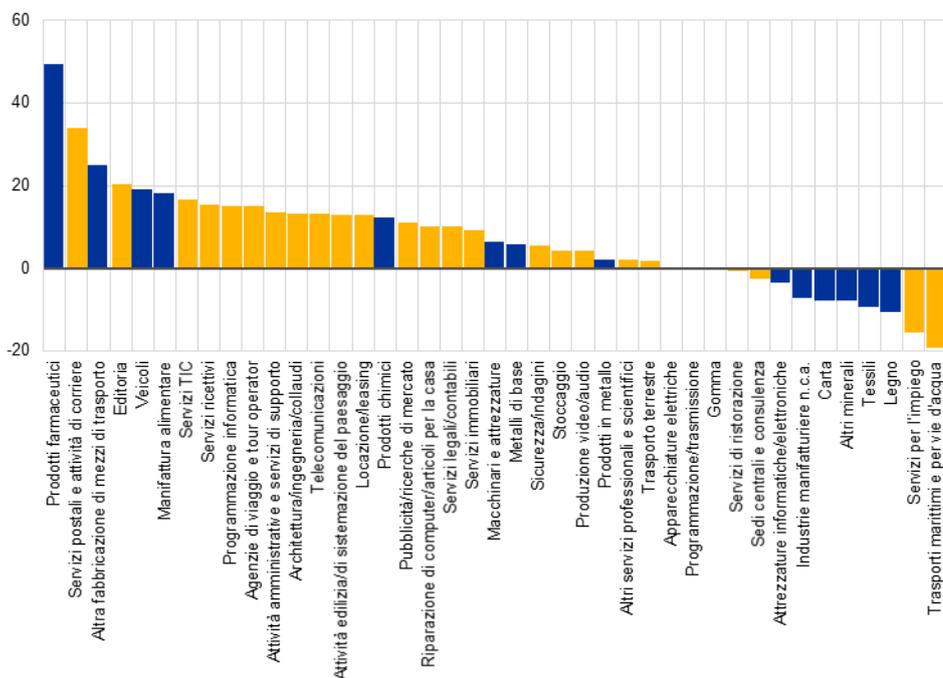
(indicatori del saldo)

■ Settore manifatturiero  
■ Settore dei servizi

#### a) Variazione tra paesi



#### b) Variazione tra settori



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

Note: pannello a): i paesi sono classificati dal migliore al peggiore in base alle intenzioni di investimento delle imprese nel 2024, aggregate ponderando quelle dei settori manifatturiero e dei servizi privati in base alle rispettive quote nazionali di investimenti in beni diversi dalle costruzioni a livello di paese. Irlanda e Ungheria non figurano a causa di limitazioni nei dati. Pannello b): i settori sono stati classificati dal migliore al peggiore in base alle intenzioni di investimento per il 2024. Le ultime osservazioni sono relative ai risultati dell'indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione europea a marzo/aprile 2024.

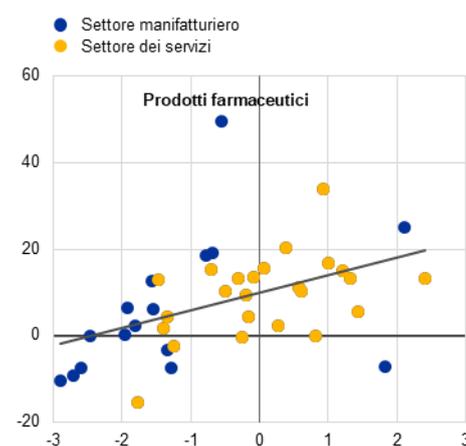
**Le intenzioni di investimento per il 2024 sono maggiori nei settori con aspettative di produzione più elevate e minori nei settori a maggiore intensità energetica.** Le intenzioni di investimento tendono a essere maggiori nei settori con più elevate aspettative di produzione (come mostrano il vigore dei nuovi ordinativi, i più elevati tassi di utilizzo della capacità produttiva e il maggiore fabbisogno di spazio e attrezzature a livello di singolo settore). In tale contesto, il settore dei servizi si trova tipicamente ad affrontare prospettive nettamente migliori rispetto al settore manifatturiero, ad eccezione di quello farmaceutico (cfr. il pannello a) del grafico D). All'indomani della crisi energetica del 2022-2023 è probabile che l'intensità energetica continui a influenzare le decisioni di investimento per qualche tempo. Ciò è suggerito anche dall'ultima relazione sugli investimenti della Banca europea per gli investimenti (EIBIS 2023), in cui i costi dell'energia sono indicati come il principale nell'elenco degli ostacoli agli investimenti a lungo termine in Europa<sup>5</sup>. Il pannello b) del grafico D mostra una correlazione negativa tra le intenzioni di investimento a livello di settore e l'intensità energetica: una relazione che si è rafforzata considerevolmente dall'inizio della crisi energetica nel 2022. Sebbene sia probabile che la recente crisi continui a richiedere ulteriori investimenti per ridurre la dipendenza energetica in molti settori, sembra che le considerazioni di sostenibilità economica a più lungo termine stiano frenando sempre più gli investimenti nei settori in cui i costi dell'energia superano il 10 per cento circa dei costi totali.

### Grafico D

Intenzioni di investimento in base alle aspettative di produzione e all'intensità energetica

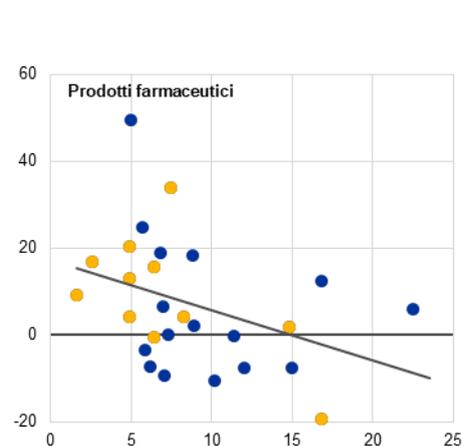
a) In base alle aspettative di produzione

(punteggi Z; indicatori del saldo)



b) In base all'intensità energetica

(quota percentuale dell'energia rispetto ai costi totali; indicatori del saldo)



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

Note: pannello a): intenzioni di investimento dell'area dell'euro per il 2024 rispetto al 2023; aspettative di produzione come media di quattro trimestri dei nuovi ordinativi nel settore manifatturiero e domanda attesa nei tre mesi successivi nel settore dei servizi, tutte considerate rispetto alle medie precedenti la pandemia e alle deviazioni standard. Le linee di regressione in entrambi i grafici si riferiscono a tutti i settori. Pannello b): intensità energetica calcolata utilizzando le matrici input-output dell'OCSE (TIVa) (cfr. il riquadro 4 *La dipendenza dal gas naturale e i rischi per l'attività nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino). Le ultime osservazioni sono tratte dall'indagine sugli investimenti condotta dalla Commissione a marzo/aprile 2024 per le aspettative di produzione e sono relative al secondo trimestre del 2024 e dai dati del 2021 per le intensità energetiche.

<sup>5</sup> Cfr. *Investment Report 2023/2024: Transforming for competitiveness*, Banca europea per gli investimenti, 2024.

**A seguito della serie di eventi avversi osservati dall’inizio del decennio, alcuni investimenti delle imprese sono sempre più orientati alla transizione verso un’economia più verde ed efficiente sotto il profilo energetico, anche se saranno necessari ulteriori investimenti per conseguire gli obiettivi stabiliti dall’UE.** EIBIS 2023 segnala un notevole aumento della quota di imprese europee che hanno investito in efficienza energetica negli ultimi anni e un forte aumento dell’utilizzo delle tecnologie digitali in tutta Europa a partire dalla pandemia (sebbene ancora con notevoli carenze rispetto agli Stati Uniti in termini di quote di imprese che utilizzano l’IA e i big data e nell’attività di emissione di brevetti relativi alle tecnologie avanzate)<sup>6</sup>. Nel frattempo, l’ultimo bilancio della Commissione suggerisce che saranno necessari tassi di investimento molto più elevati (pari ad almeno un ulteriore 1,5 per cento del PIL dell’UE da investire ogni anno rispetto al decennio 2011-2020) per conseguire gli obiettivi a più lungo termine dell’UE in materia di neutralità di emissioni di carbonio<sup>7</sup>. Le attuali esigenze in tali settori offrono un ulteriore margine per un futuro aumento degli investimenti delle imprese.

---

<sup>6</sup> La BEI rileva un netto aumento della percentuale di imprese dell’UE che investono in efficienza energetica (51 per cento nel 2023 rispetto al 37 per cento del 2021) e un aumento significativo (fino al 70 per cento) della quota di imprese che riferiscono di utilizzare “almeno una tecnologia digitale avanzata” nello stesso periodo (ibid., pag. 6). Tuttavia, la stessa relazione rileva anche che, sebbene le imprese dell’UE continuino a svolgere un ruolo di primo piano a livello mondiale nell’adozione di tecnologie verdi, sostenute in parte da fondi pubblici, permane una carenza significativa nei confronti degli Stati Uniti in termini di percentuali di imprese che utilizzano l’IA e i big data, nonché rispetto a Cina e Stati Uniti che, ogni anno, già rilasciano il doppio dei brevetti per le tecnologie digitali (ibid., pag. 11).

<sup>7</sup> Cfr. *Un futuro sicuro. Il traguardo climatico europeo per il 2040 e il percorso verso la neutralità climatica entro il 2050 all’insegna di una società giusta, prospera e sostenibile*, Commissione europea, 2024, pag. 29; il riquadro “Massive investment needs to meet EU green and digital targets”, *Financial Integration and Structure in the euro area*, BCE, 2024; Elderson, F., “Know thyself – avoiding policy mistakes in light of the prevailing climate science” intervento, tenuto in occasione del Delphi Economic Forum IX, 2024, sul rischio che possano essere ancora necessarie ulteriori risorse, dato l’attuale tasso di riscaldamento globale.

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

a cura di Catherine Elding, Richard Morris e Moreno Roma

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 62 società non finanziarie leader operanti nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra il 17 e il 26 giugno 2024<sup>1</sup>.

**Le società contattate hanno segnalato un graduale aumento dell'attività nel secondo trimestre dell'anno, in presenza di crescenti segnali di una modesta ripresa trainata dai consumi (cfr. il pannello a) dei grafici A e B).** La crescita ha continuato a essere trainata dai servizi, ma l'attività manifatturiera stava risalendo dal livello minimo toccato e le costruzioni hanno mostrato i primi segnali di stabilizzazione. Le prospettive per gli investimenti sono rimaste tuttavia contenute, a fronte del permanere di un elevato grado di incertezza. La crescita nell'area dell'euro è apparsa ancora in ritardo rispetto a quella degli Stati Uniti e dell'Asia, ma le società contattate hanno anche menzionato un'espansione più debole del previsto in Cina e le sue conseguenze per i prezzi e la concorrenza a livello mondiale. All'interno dell'area dell'euro, la crescita nell'Europa meridionale continuava a superare quella dell'Europa settentrionale.

---

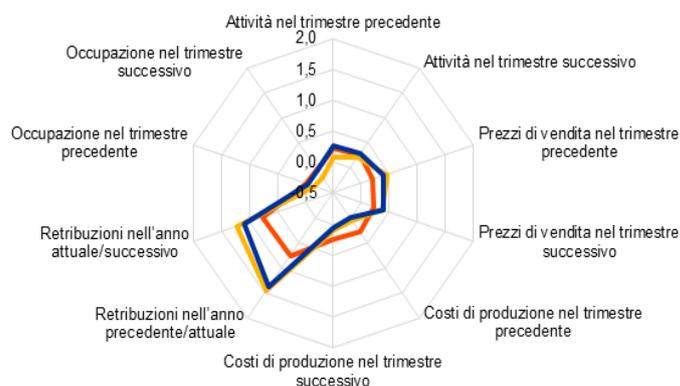
<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sulla natura e le finalità di tali contatti, cfr. l'articolo 1 [L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie](#) nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

## Grafico A

### Sintesi delle indicazioni fornite su attività, occupazione, prezzi e 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 in merito a quanto affermato dalle società contattate circa l'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporti, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto all'anno precedente. Le valutazioni sono comprese tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde all'assenza di variazioni. Per l'edizione corrente, il trimestre precedente e il trimestre successivo si riferiscono rispettivamente al secondo e al terzo trimestre del 2024, mentre per la precedente edizione si riferiscono al primo e al secondo trimestre del 2024. Le interlocuzioni con le società contattate 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 successivo 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.

## Grafico B

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

### Le società contattate stavano lentamente diventando più sicure sul delinearsi di una ripresa trainata dai consumi, seppure disomogenea e modesta.

La maggior parte dei commercianti al dettaglio ha definito l'attività, tra cui, in particolare, la vendita di capi di abbigliamento e di prodotti elettronici di consumo, stabile o in crescita. Le vendite di elettrodomestici erano ancora in fase di

contrazione o stavano iniziando a risalire da un livello basso, ma le società contattate hanno in misura crescente attribuito tale andamento alla perdurante debolezza dell'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le società contattate operanti nel settore dei beni intermedi hanno per lo più segnalato un'attività stabile o in lieve crescita, il che è stato interpretato sempre più come segnale di miglioramento della dinamica dei consumi e non come semplice conclusione del prolungato ciclo di decumulo che aveva caratterizzato gran parte dello scorso anno. L'attività dei servizi ai consumatori ha continuato a crescere costantemente, sebbene la dinamica dei viaggi e del turismo sia stata frenata dai vincoli dal lato dell'offerta e dalla maggiore sensibilità dei consumatori rispetto ai prezzi.

**Le prospettive per gli investimenti sono rimaste modeste.** Le società contattate tra le imprese produttrici di beni di investimento hanno segnalato un perdurante calo della domanda e osservato, in particolare, che gli investimenti erano frenati dalla persistente incertezza relativa alla transizione verde. Un caso di specie è rappresentato dal settore automobilistico, in cui la crescita delle vendite di veicoli elettrici aveva subito un rallentamento a seguito del venir meno di gran parte delle sovvenzioni pubbliche, con una conseguente riduzione degli investimenti nella relativa catena di approvvigionamento. Anche il ridimensionamento delle industrie ad alta intensità energetica ha inciso negativamente sulla domanda di investimenti. Secondo quanto riferito, l'attività nel settore delle costruzioni avrebbe registrato una contrazione o raggiunto un punto di minimo, continuando a risentire dell'effetto congiunto di tassi di interesse e costi di produzione più elevati. Vi sono stati tuttavia segnali più incoraggianti provenienti dal settore immobiliare, in cui le transazioni sul mercato secondario dell'edilizia residenziale hanno cominciato a dare segnali di ripresa. Nel contempo, gli investimenti in infrastrutture e servizi digitali (compresi i centri di elaborazione dati, la tecnologia di rete 5G, l'intelligenza artificiale, il cloud computing e la cibersecurity) hanno continuato a crescere vigorosamente e a rappresentare un importante fattore di espansione dell'attività dei servizi alle imprese.

**Il clima di fiducia generale delle imprese è rimasto relativamente contrastante, in un contesto di perdurante incertezza.** Oltre a citare l'incertezza normativa e l'onere di ulteriori adempimenti burocratici connessi alla transizione verde, le società contattate hanno espresso crescenti preoccupazioni in merito alle relazioni commerciali tra l'UE e la Cina e alla situazione politica dopo le elezioni del Parlamento europeo. Ciò ha in qualche misura controbilanciato il supporto alla crescita che ci si aspettava da parte della ripresa dei salari reali e dell'allentamento monetario.

**Le società contattate hanno segnalato prospettive per l'occupazione sostanzialmente stabili, il che rappresenta un lieve miglioramento rispetto alle recenti edizioni dell'indagine.** A tale riguardo è particolarmente degno di nota il riscontro fornito dalle agenzie per l'impiego, che hanno riferito un'attività di collocamento in iniziale fase di svolta o nuovamente in ripresa, dopo diversi trimestri di attività per lo più in calo. Sebbene le società contattate operanti nei settori dei servizi abbiano generalmente descritto prospettive stabili o in miglioramento per l'occupazione, nel settore manifatturiero l'andamento è stato, in media, ancora

lievemente negativo. Molte società contattate hanno posto l'accento sugli sforzi volti ad aumentare la produttività attraverso investimenti nella digitalizzazione e/o nell'intelligenza artificiale, in risposta alla crescita dei salari o alla carenza di manodopera, anche qualificata.

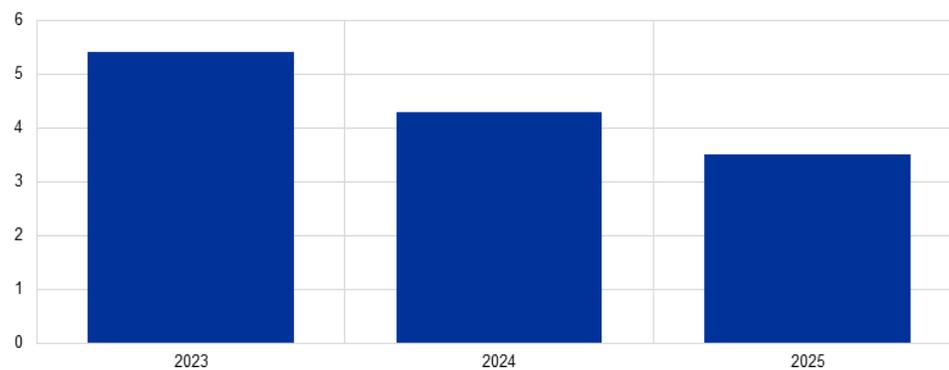
**Le società interpellate hanno segnalato, nel complesso, una moderata crescita dei prezzi e si attendevano che tale andamento sarebbe proseguito nel trimestre successivo, con una dinamica dei prezzi ancora più vigorosa nei servizi rispetto all'industria (cfr. il pannello b) dei grafici A e B).** La dinamica dei prezzi più vigorosa è rimasta quella nei settori dei servizi alle imprese e ai consumatori, sospinta dai salari e dalla domanda in crescita. Nel settore dei servizi di trasporto, la riprogrammazione delle rotte marittime fuori dalla zona del Mar Rosso stava alimentando un aumento delle tariffe di nolo, a causa dell'effettiva riduzione della capacità e dell'anticipazione degli ordinativi da parte dei clienti, volta a compensare l'allungamento dei tempi di consegna (alla base, inoltre, di un aumento dei costi delle scorte). Nel caso dei servizi di viaggio e turismo, invece, le società contattate hanno affermato che i consumatori stavano diventando più sensibili ai prezzi; ciò aveva già determinato una certa pressione al ribasso sulle tariffe aeree e ha limitato la possibilità di ulteriori aumenti dei prezzi degli alberghi. Le società contattate operanti nel settore del commercio al dettaglio, dove la concorrenza è stata forte e la clientela è rimasta sensibile ai prezzi, hanno mostrato la tendenza a riferire prezzi stabili o in lieve calo, unitamente a pressioni sui margini. Nel settore manifatturiero gran parte delle società contattate ha segnalato prezzi sostanzialmente stabili o in lieve aumento. In alcuni settori dei beni intermedi, come i prodotti chimici e gli imballaggi, i prezzi si erano stabilizzati o avevano iniziato ad aumentare, essendo precedentemente scesi a livelli molto bassi. Per contro, i prezzi degli autoveicoli hanno subito un'accresciuta pressione al ribasso. Le società interpellate operanti nel settore manifatturiero hanno segnalato una relativa stabilità dei costi dei materiali e dell'energia, che nella maggior parte dei casi ha comportato margini piuttosto stabili. Un fattore che ha contribuito a moderare i prezzi e i costi nel settore manifatturiero è stata la debolezza della domanda interna in Cina, che ha concorso a contenere i prezzi delle materie prime a livello mondiale e a intensificare la concorrenza all'importazione.

**Le società contattate si aspettano che la crescita salariale proseguirà il proprio percorso di graduale moderazione nel 2025, pur scontando ancora, in qualche misura, la passata inflazione (cfr. il grafico C).** Sulla base della media semplice delle indicazioni quantitative fornite, le società contattate hanno valutato la crescita salariale in rallentamento dal 5,4 per cento nel 2023 al 4,3 nel 2024, prevedendo un'ulteriore diminuzione al 3,5 per cento nel 2025. Mentre il calo dell'inflazione complessiva ha indotto molti a prevedere, per il prossimo anno, una crescita salariale più in linea con i valori storici, secondo altri i sindacati avrebbero continuato a perseguire incrementi salariali elevati per compensare l'inflazione passata. In tale contesto, la crescita salariale prevista per il 2025 sarebbe dipesa anche dalla tempistica e dall'entità degli aumenti salariali già concordati.

### Grafico C

#### Valutazione quantitativa della crescita salariale

(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Note: medie delle percezioni delle società contattate riguardo alla crescita salariale nel loro settore nel 2023 e nel 2024 e media delle loro aspettative per il 2025. Le medie per il 2023 e il 2024 si basano sulle indicazioni fornite da 57 partecipanti e la media per il 2025 si basa su quelle fornite da 47 intervistati.

## 5 La dinamica dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro

a cura di Anastasia Allayioti e Anna Beschin

**Il forte rialzo dell'inflazione nell'area dell'euro osservato nel 2021 e nel 2022 è stato accompagnato da un notevole aumento della dispersione tra paesi.**

Divergenze persistenti dell'inflazione tra i vari paesi dell'area dell'euro possono avere conseguenze sulla trasmissione della politica monetaria unica. La BCE pertanto monitora gli andamenti e la natura dei differenziali di inflazione. Il presente riquadro affronta questo tema concentrandosi sulla recente impennata inflazionistica.

**La maggior parte della dispersione dei tassi dell'inflazione complessiva seguita alla pandemia e all'invasione russa dell'Ucraina si è riassorbita.**

Dopo i tassi bassi e persino negativi registrati durante la pandemia, l'inflazione ha iniziato a risalire nel 2021 e i differenziali tra i paesi dell'area dell'euro hanno cominciato ad aumentare (cfr. il grafico A)<sup>1</sup>. Alla fine del 2022 i differenziali avevano raggiunto i massimi storici, superando i picchi osservati durante la crisi finanziaria mondiale del 2007-2008. Quando a ottobre 2022 l'inflazione complessiva ha raggiunto il proprio livello più elevato, pari al 10,6 per cento, i suoi tassi si collocavano tra il 7,1 per cento della Francia e il 22,5 dell'Estonia. Gran parte della dispersione misurata in termini di deviazioni standard era riconducibile ai paesi più piccoli dell'area dell'euro e, in particolare, ai paesi baltici. Proporzionare i valori delle deviazioni standard ai pesi relativi dei paesi inclusi nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) (cfr. la linea rossa nel pannello b) del grafico A) riduce la dispersione misurata, ma evidenzia anche l'eccezionalità storica di queste recenti variazioni. Gli andamenti registrati tra la fine del 2022 e giugno 2024 implicano un riassorbimento marcato e quasi simmetrico della dispersione, benché di recente una certa oscillazione abbia ricondotto quest'ultima lievemente al di sopra dei livelli precedenti la pandemia. La forte inversione complessiva comporta che questo andamento della dispersione sia di natura temporanea anziché persistente. Mostra inoltre che i cali più pronunciati dei tassi di inflazione si sono verificati nei paesi che in precedenza avevano registrato gli incrementi più marcati.

---

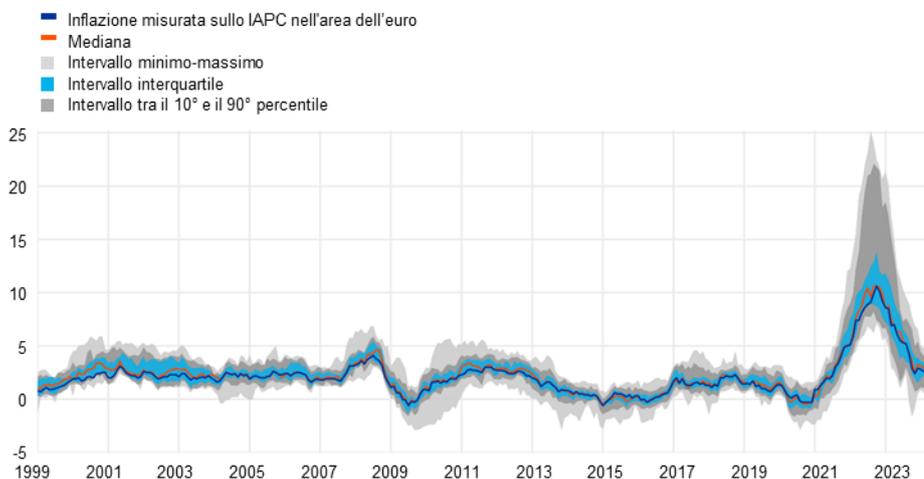
<sup>1</sup> I differenziali tra i paesi per gli anni in esame sono calcolati sulla base della composizione dell'area dell'euro a un dato momento.

## Grafico A

### Differenziali dell'inflazione complessiva

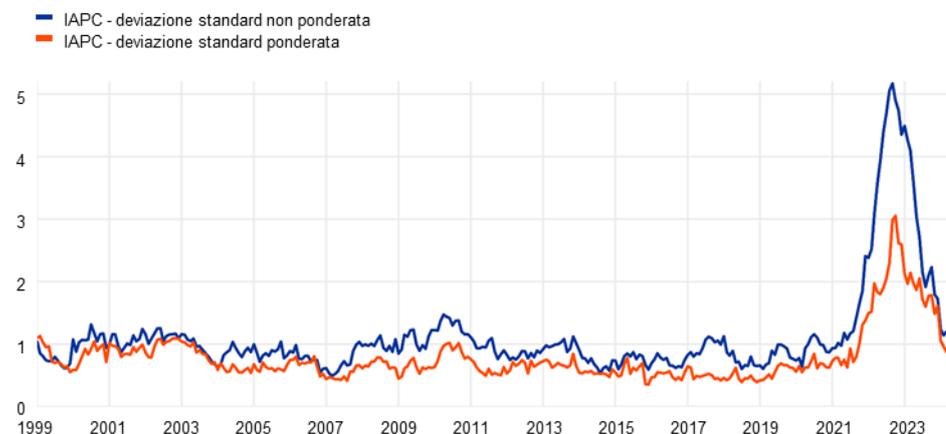
#### a) Intervallo dell'inflazione misurata sullo IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



#### b) Deviazioni standard dello IAPC

(deviazioni standard)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024. Nel pannello b) la deviazione standard ponderata è calcolata considerando i pesi per paese (spesa monetaria delle famiglie per consumi finali) all'interno dell'area dell'euro.

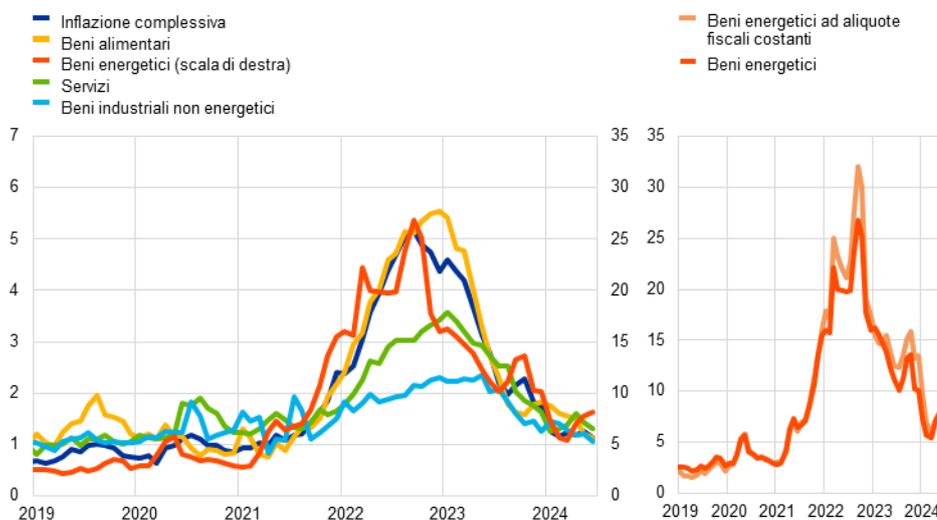
**I prezzi dei beni energetici e alimentari hanno svolto un ruolo significativo in questa recente dispersione dei tassi di inflazione complessiva.** La pandemia e la guerra in Ucraina hanno dato luogo a una combinazione unica di shock che ha colpito in maniera generalizzata i diversi paesi dell'area dell'euro. L'inflazione è fortemente aumentata a causa delle strozzature dal lato dell'offerta, degli effetti della riapertura delle attività economiche dopo la pandemia e dei sensibili rincari delle materie prime energetiche e alimentari. Sebbene le tipologie di shock siano state comuni a tutti i paesi dell'area, la successiva dispersione dei tassi nazionali dell'inflazione complessiva implica differenti gradi di esposizione a tali shock e diversi impatti economici da questi derivanti. La dispersione è determinata da differenze nelle strutture economiche, nei meccanismi di aggiustamento e nelle politiche di risposta. Ad esempio, i paesi con una quota più elevata di beni energetici

e alimentari nel paniere dello IAPC, in linea di principio, risentono in maniera più intensa di uno shock comune subito dai prezzi delle materie prime sottostanti. Le differenze nell'inflazione dei beni energetici e alimentari spiegano pertanto gran parte della dispersione dell'inflazione complessiva (cfr. il pannello a) del grafico B). Nel caso dell'inflazione dell'energia, ciò è in parte riconducibile all'eterogeneità dei mix energetici dei vari paesi (ad esempio di carburanti, gas ed elettricità, che apportano il contributo maggiore alla componente energetica dello IAPC), dei modelli contrattuali e di consumo, degli approcci regolamentari e delle misure di sostegno pubblico<sup>2</sup>. La dispersione dei tassi di inflazione dei beni energetici intorno al valore massimo dell'inflazione è maggiore se calcolata sulla base della componente energetica dello IAPC ad aliquote fiscali costanti (cfr. il pannello b) del grafico B), a indicare l'effetto moderatore esercitato dalle misure governative<sup>3</sup>. La dispersione dell'inflazione dei beni alimentari ha raggiunto il livello massimo più tardi rispetto a quella dei beni energetici, ma è in seguito significativamente diminuita, riflettendo anche, come nel caso dei beni energetici, la tendenza al ribasso dei prezzi delle materie prime a livello mondiale osservata a partire dalla metà del 2022.

## Grafico B

### Dispersione dell'inflazione complessiva e delle relative componenti nei paesi dell'area dell'euro

(deviazioni standard)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

**Anche la dispersione tra paesi delle sottocomponenti dell'inflazione di fondo (beni e servizi) è stata considerevole (cfr. il pannello a) del grafico B). All'origine**

- <sup>2</sup> Le misure pubbliche di ristoro per l'energia e l'inflazione sono state introdotte e successivamente revocate in maniera non omogenea tra i vari paesi. Più di recente, tra i cambiamenti nei cinque maggiori paesi dell'area dell'euro vi sono state la scadenza delle riduzioni dell'IVA su diverse componenti energetiche (Germania, Spagna e Italia), il venir meno delle riduzioni delle accise e degli oneri di sistema (Spagna, Italia e Paesi Bassi), la scadenza del massimale applicato agli aumenti dei prezzi regolamentati del gas (Spagna) e una diminuzione delle misure di sostegno legate allo scudo sui prezzi dell'energia elettrica (Francia).
- <sup>3</sup> È probabile che l'impatto delle imposte indirette sottostimi l'impatto complessivo esercitato dalle misure governative sui differenziali di inflazione dei beni energetici, in quanto alcuni provvedimenti hanno assunto la forma di sussidi alle famiglie o prezzi regolamentati (nonché massimali di prezzo).

di tali divergenze vi sono probabilmente state differenti velocità di riapertura delle attività economiche e diversi livelli di esposizione alle interruzioni dell'offerta a seguito della pandemia. Un altro fattore potrebbe essere stato rappresentato dall'eterogeneità degli effetti indiretti derivanti dagli elevati costi dell'energia. Tra tutte le sottocomponenti dello IAPC, l'inflazione dei beni industriali non energetici ha costantemente registrato la dispersione più bassa dalla metà del 2021. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che questa sottocomponente riflette i prezzi dei beni scambiati a livello internazionale, rendendo le determinanti della dispersione più omogenee tra i paesi. In confronto, la dispersione dell'inflazione dei servizi è stata visibilmente più elevata. È probabile che ciò rifletta andamenti differenti di molte voci dei servizi, quali viaggi, affitti e alcuni prezzi amministrati, dovuti, ad esempio, all'eterogeneità degli effetti indiretti derivanti dai prezzi dei beni energetici e alimentari, nonché ponderazioni differenti nei vari paesi. A giugno 2024 la dispersione era ridiscesa ai livelli precedenti la pandemia sia per l'inflazione dei beni industriali non energetici sia per quella dei servizi. Mentre per i beni ciò implica un maggiore allineamento intorno ai livelli storici medi di inflazione, nel caso dei servizi significa che l'allineamento si colloca intorno a un livello ancora elevato. Una riduzione della dispersione sarebbe quindi compatibile con la tesi secondo cui, nei vari paesi, la persistenza dell'inflazione dei servizi è determinata da fattori comuni.

**In generale gli elevati differenziali di inflazione registrati nella fase di rialzo di quest'ultima non hanno determinato variazioni significative dei livelli complessivi dei prezzi relativi tra paesi.** Sebbene l'impennata dell'inflazione e il suo riassorbimento negli ultimi anni non abbiano avuto un impatto duraturo sui differenziali di inflazione, ciò non esclude implicazioni più persistenti per i livelli dei prezzi e i costi della vita relativi nazionali, nonché, in ultima analisi, per la competitività relativa di alcuni paesi rispetto ad altri dell'area dell'euro. Un indicatore importante per questo tipo di valutazione è l'indice di livello dei prezzi (ILP) pubblicato dall'Eurostat<sup>4</sup>. Dall'analisi degli anni a partire dal 2020 e delle ampie oscillazioni dell'inflazione registrate emerge che il marcato aumento dell'inflazione non ha determinato considerevoli variazioni dei livelli dei prezzi relativi per la maggior parte dei paesi (cfr. il grafico C). Si osservano tuttavia aumenti notevoli in alcuni dei paesi più piccoli, come i paesi baltici tra il 2021 e il 2023, quando il costo della vita ha registrato un adeguamento al rialzo rispetto al livello dei prezzi nel complesso dell'area dell'euro. Questo aggiustamento verso l'alto ha segnato un ulteriore lieve incremento nel 2023, sebbene la dispersione dell'inflazione fosse già in calo. Aggiustamenti al rialzo, benché di minore entità, si rilevano anche per gli altri paesi dell'Europa centrale e orientale (PECO), la Croazia, la Slovenia e la Slovacchia<sup>5</sup>. Tra i maggiori paesi dell'area dell'euro gli andamenti dell'inflazione non

<sup>4</sup> Gli ILP sono soggetti a un ritardo di pubblicazione. Gli ultimi dati disponibili, pubblicati a giugno 2024, sono quelli relativi al 2023. Per i paesi dell'area dell'euro (che condividono il medesimo tasso di cambio), gli ILP misurano la differenza nei livelli dei prezzi tra paesi per gli stessi (panieri di) beni o servizi. La media è indicizzata a 100: se l'ILP è superiore a 100, il paese in questione è relativamente costoso rispetto all'area dell'euro, ma se il valore dell'indice è inferiore a 100 il paese è relativamente economico. Per informazioni metodologiche, cfr. la pagina relativa alle [parità di potere d'acquisto](#) sul sito Internet dell'Eurostat.

<sup>5</sup> Questo considerevole aggiustamento relativo dei livelli dei prezzi nei paesi baltici e in alcuni altri PECO è visibile anche nei dati dello IAPC. Se raffrontati al 2019, nel 2023 gli indici dello IAPC complessivo di questi paesi erano di circa il 5-15 per cento superiori all'indice aggregato dell'area dell'euro. Nel complesso, i dati relativi alla prima metà del 2024 sostanzialmente confermano l'aggiustamento relativo osservato a fine 2023.

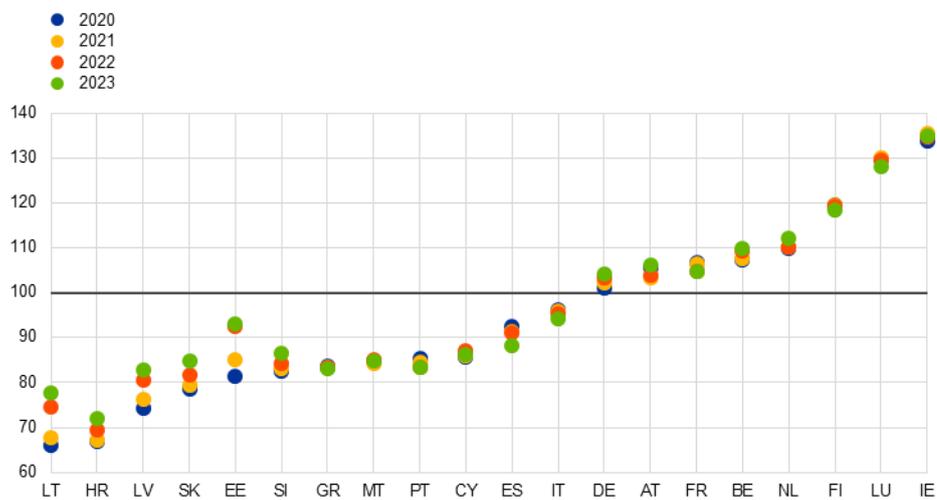
hanno quasi avuto impatto sul livello dei prezzi relativi, che è lievemente aumentato nel caso di Germania e Paesi Bassi, ma è in qualche misura diminuito in Spagna, Francia e Italia. In molti paesi i beni energetici e alimentari hanno avuto effetti contrapposti sull'andamento del livello complessivo dei prezzi relativi tra il 2021 e il 2023, ma nel caso dei paesi baltici le due componenti hanno agito entrambe al rialzo (cfr. il grafico D). Nel caso della Francia sia i beni energetici sia i beni alimentari hanno contribuito a un calo del livello complessivo dei prezzi relativi rispetto a quello dell'area dell'euro.

### Grafico C

#### Livelli dei prezzi relativi nell'area dell'euro

##### Spesa totale per consumi delle famiglie

(indice di livello dei prezzi; area dell'euro = 100)



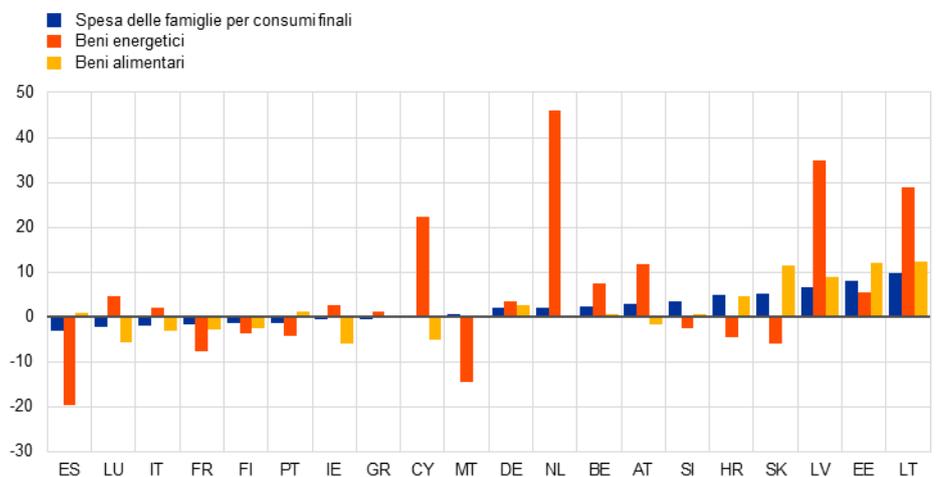
Fonte: Eurostat.

Nota: i paesi sono disposti in ordine crescente sulla base del rispettivo ILP nel 2020.

### Grafico D

#### Variazioni dei livelli dei prezzi relativi tra il 2021 e il 2023 nell'area dell'euro

(variazioni in punti dell'indice di livello dei prezzi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**In sintesi, i differenziali di inflazione nell'area dell'euro sono bruscamente aumentati nel periodo successivo alla pandemia e alla crisi energetica, ma da allora sono tornati in larga misura sui livelli pre-pandemici.** Le differenze tra paesi in termini di inflazione dei beni energetici e alimentari sono state le principali determinanti sia dell'aumento sia del recente venir meno della dispersione complessiva dell'inflazione, di riflesso al fatto che lo shock iniziale subito dai prezzi delle materie prime è stato, in larga misura, assorbito. Al tempo stesso sembra che la dispersione temporaneamente elevata dell'inflazione tra paesi avrà, in alcuni tra quelli più piccoli dell'area dell'euro, implicazioni più persistenti in termini di un aggiustamento al rialzo dei livelli dei loro prezzi relativi.

## 6 Le informazioni riguardo le pressioni sui prezzi al consumo fornite dalle aspettative sui prezzi di vendita per i servizi

a cura di Elena Bobeica, Joan Paredes, Théodore Renault e Flavie Rousseau

**Le recenti indagini sulle aspettative sui prezzi di vendita delle imprese indicano una dinamica dei prezzi che ha subito una notevole moderazione a seguito del recente grande shock inflazionistico, sebbene con un aggiustamento più lento per i servizi rispetto ai beni (cfr. il grafico A).**

Le imprese svolgono un ruolo fondamentale nel processo di formazione dei prezzi, pertanto le loro aspettative sui prezzi di vendita possono essere indicatori importanti della dinamica dei prezzi al consumo<sup>1</sup>. Il presente riquadro prende in esame il contenuto informativo delle aspettative sui prezzi di vendita nel settore dei servizi dell'area dell'euro elaborate dalla Commissione europea, che comprende le aspettative sui prezzi di vendita delle imprese sia nei confronti dei consumatori sia tra imprese<sup>2</sup>. Al momento le aspettative sui prezzi di vendita per i servizi indicano una dinamica dei prezzi che si è ridotta significativamente rispetto a quella osservata durante il picco dell'inflazione, ma il loro allentamento è stato meno completo di quello delle corrispondenti aspettative nel settore manifatturiero.

---

<sup>1</sup> Per l'area dell'euro esistono tre fonti di informazione fondamentali riguardo le aspettative sui prezzi di vendita delle imprese: a) le [indagini della Commissione europea presso le imprese industriali e i consumatori \(European Commission's \(DG ECFIN\) business and consumer surveys, BCS\)](#); b) [l'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento \(Survey on the access to finance of enterprises, SAFE\)](#); c) le informazioni raccolte nell'ambito del [dialogo trimestrale della BCE con le società non finanziarie](#).

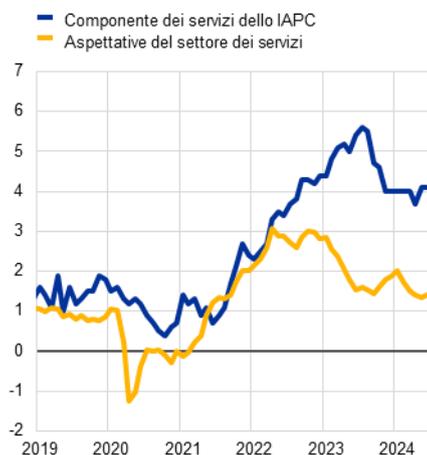
<sup>2</sup> I dati riguardano i servizi legati a trasporto, alloggio e ristorazione, informazione e comunicazione, servizi finanziari, immobiliari, professionali, amministrativi e vari. La domanda posta dalla Commissione europea sulle aspettative per i prezzi di vendita, di tipo qualitativo, è la seguente: "Come prevede che i prezzi di vendita si evolveranno nei prossimi 3 mesi? Aumenteranno, rimarranno invariati o diminuiranno?".

## Grafico A

Andamenti recenti delle aspettative sui prezzi di vendita in un orizzonte di tre mesi nell'area dell'euro e inflazione settoriale misurata sullo IAPC

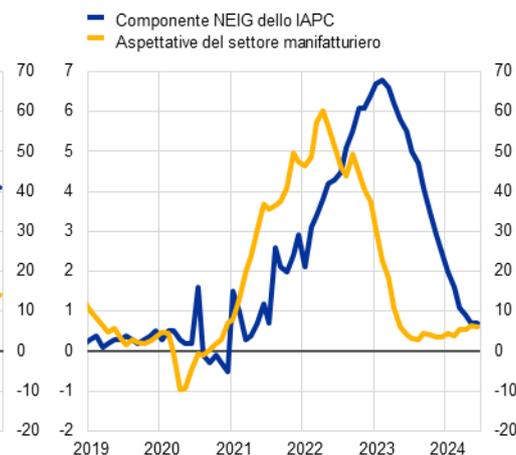
a) Settore dei servizi

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: saldi fra le risposte)



b) Settore manifatturiero

(scala di sinistra: variazioni percentuali sui dodici mesi; scala di destra: saldi fra le risposte)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN) ed Eurostat.  
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

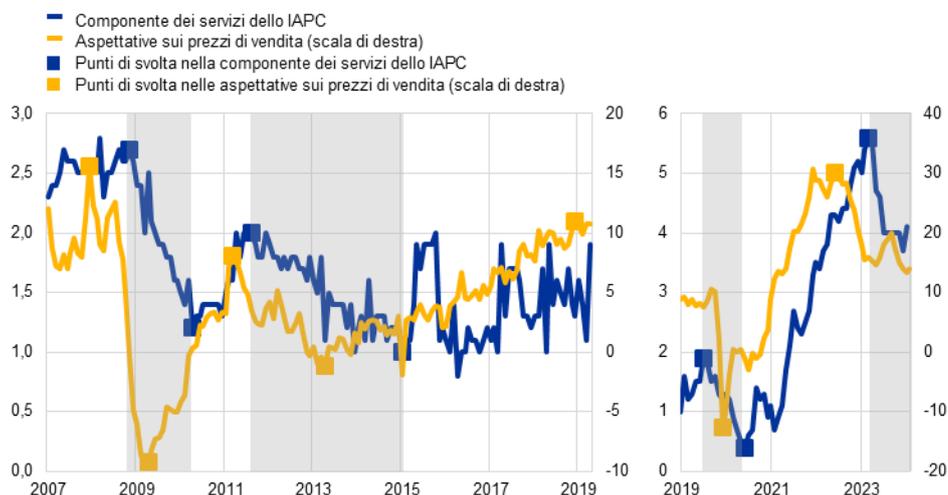
**È opportuno tenere sotto osservazione le aspettative sui prezzi di vendita dei servizi per rilevare i primi segnali di svolta nell'inflazione dei servizi ai consumatori.** Per quanto riguarda le oscillazioni più visibili, nelle aspettative sui prezzi di vendita dei servizi elaborate dalla Commissione europea i punti di svolta tendono a verificarsi in anticipo rispetto a quelli della componente dello IAPC relativa ai servizi (cfr. il grafico B). Nel caso del picco più recente, l'anticipo è stato pari a dieci mesi. Ciò riflette il fatto che tali misure delle indagini tendono a cogliere rapidamente l'impatto degli shock dal lato dell'offerta e il loro successivo venir meno, in quanto sono orientate al futuro e riflettono le prassi di determinazione dei prezzi nelle prime fasi della loro catena di formazione<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> I prezzi alla produzione nei servizi potrebbero costituire una fonte informativa aggiuntiva riguardo le pressioni inflazionistiche all'inizio della catena di formazione dei prezzi, ma sono disponibili solo con frequenza trimestrale, a partire dal primo trimestre del 2021, e sono pubblicati con un certo ritardo. Ciò implica una minore rilevanza dell'analisi delle pressioni inflazionistiche riguardo ai prezzi dalla produzione al consumo nel caso dei servizi e suggerisce che sia opportuno esaminare il nesso diretto tra le aspettative sui prezzi di vendita e i prezzi al consumo.

## Grafico B

### Punti di svolta nella componente dei servizi dello IAPC e nelle aspettative sui prezzi di vendita elaborate dalla Commissione europea

(scala di sinistra: variazioni percentuali sul periodo corrispondente; scala di destra: saldi fra le risposte)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN), Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: le aree ombreggiate mostrano rallentamenti nell'inflazione dei servizi. I punti di svolta sono individuati utilizzando un algoritmo di Bry e Boschan modificato (cfr. Bry, G. e Boschan, C., "Programmed Selection of Cyclical Turning Points", in Bry, G. e Boschan, C. (a cura di), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, National Bureau of Economic Research, 1971, pagg. 7-63). Le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2024.

### Le proprietà di indicatore anticipatore delle aspettative sui prezzi di vendita nei servizi sono state particolarmente evidenti durante il recente aumento dell'inflazione.

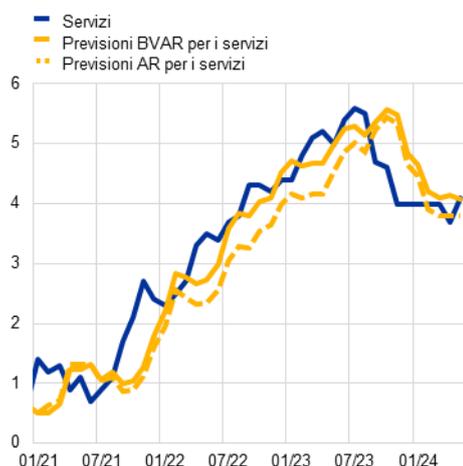
In un semplice esercizio di previsione, il grafico C mette a confronto l'inflazione effettiva della componente dei servizi dello IAPC per l'area dell'euro con le previsioni in tempo reale su un orizzonte di tre mesi basate su un modello autoregressivo vettoriale bayesiano (BVAR) standard bivariato che include l'inflazione dei servizi e le aspettative sui prezzi di vendita elaborate dalla Commissione europea per i servizi. Fino all'inizio del picco dell'inflazione le previsioni BVAR sono molto simili a quelle di un modello naive autoregressivo (AR) dell'inflazione della componente dei servizi dello IAPC, ma successivamente esse sono più prossime ai dati effettivi. Lo stesso vale nei diversi settori dei servizi, come illustrato nei pannelli del grafico C, che mostrano le radici degli errori quadratici medi (REQM) relative delle previsioni a tre mesi basate sul BVAR settoriale bivariato con i dati dello IAPC e le aspettative sui prezzi di vendita rispetto a quelle basate su un modello naive autoregressivo (AR). I grafici si riferiscono a 16 sottosettori dei servizi, nonché al totale dei servizi (punti rossi) e suggeriscono che, nell'aggiungere le osservazioni successive alla pandemia, le aspettative hanno mostrato proprietà anticipatrici più evidenti. Le REQM sono più marcatamente al di sotto di uno, soprattutto per i servizi totali, a indicare che le aspettative aggiungono capacità predittiva rispetto al modello naive.

## Grafico C

Proprietà di previsione delle aspettative sui prezzi di vendita per l'inflazione complessiva dei servizi e fra i settori

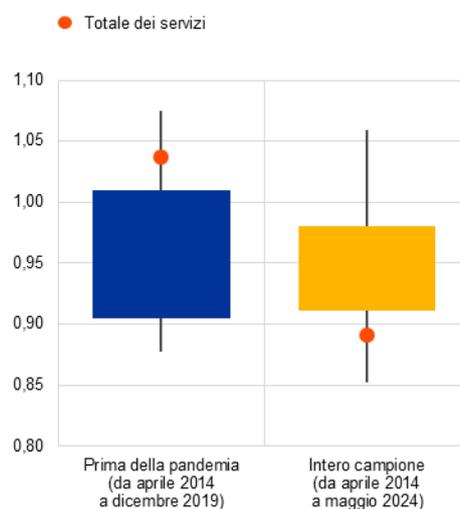
a) Inflazione complessiva dei servizi

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



b) REQM per il totale dei servizi e per i sottosettori

(rapporto REQM tra BVAR/AR)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN), Eurostat ed elaborazioni della BCE. Note: le previsioni al di fuori del campione sono state prodotte ricorsivamente (finestra di ampliamento) utilizzando lo [strumentario BEAR](#), tenendo conto di 12 ritardi e a priori standard. Per il settore dei servizi, il periodo campionario è compreso tra gennaio 1992 e maggio 2024. Tuttavia, per i sottosettori, i periodi campione variano a seconda della disponibilità dei dati. Il campione di valutazione delle previsioni a tre mesi è lo stesso per tutti e inizia ad aprile 2014 per questioni legate alla disponibilità dei dati. Le REQM sono calcolate per due periodi distinti: il periodo precedente la pandemia, compreso tra aprile 2014 e dicembre 2019, e il periodo dell'intero campione, tra aprile 2014 e maggio 2024. I dati granulari della Commissione europea, classificati secondo la NACE, sono stati confrontati con i dati classificati in base alla COICOP dello IAPC, e hanno prodotto 16 settori abbinati con dati storici sufficientemente estesi. Le REQM relative sono espresse in relazione a un modello di riferimento AR; un numero inferiore a 1 mostra che il BVAR, comprese le aspettative, è superiore a un processo AR.

**Secondo un modello di apprendimento automatico, la capacità predittiva delle aspettative sui prezzi di vendita per l'inflazione complessiva della componente dei servizi dello IAPC elaborate dalla Commissione europea sembra essere altamente non lineare.** Un modello di regressione quantile basata sulla foresta (quantile regression forest, QRF) può cogliere una relazione generale non lineare tra l'inflazione della componente dei servizi dello IAPC dell'area dell'euro e un'ampia serie di determinanti<sup>4</sup>. Il contributo delle aspettative sui prezzi di vendita alla spiegazione del tasso di inflazione tendenziale su un orizzonte di tre mesi per il totale dei servizi era limitato prima della pandemia, ma è poi aumentato in modo non lineare (cfr. il pannello a) del grafico D). Di fatto, il modello QRF mostra un effetto soglia per le aspettative sui prezzi di vendita, ovvero un livello a partire dal quale il loro contributo alla spiegazione dell'inflazione dei servizi ha un'improvvisa impennata. Tale non linearità potrebbe essere legata al fatto che questa variabile dell'indagine sia indicativa della frequenza degli aggiustamenti di prezzo (data la specifica formulazione delle domande proposte), che è aumentata e ha assunto grande rilevanza durante l'episodio di elevata inflazione. Prima di tale impennata,

<sup>4</sup> Le stime del QRF e le serie di dati seguono Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J., "Density Forecasts of Inflation: A Quantile Regression Forest Approach", *Working Paper Series*, n. 2830, BCE, luglio 2023; le aspettative sui prezzi di vendita dei servizi elaborate dalla Commissione europea sono state aggiunte alla serie di dati originale.

questo indicatore si collocava, in media, al 13° posto fra le spiegazioni dell'inflazione futura, mentre attualmente si colloca al quinto (cfr. il pannello b) del grafico D).

### Grafico D

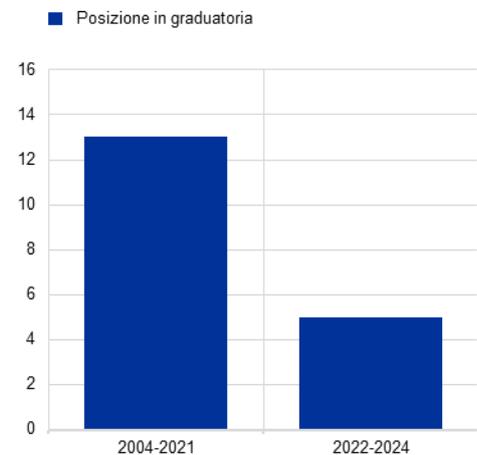
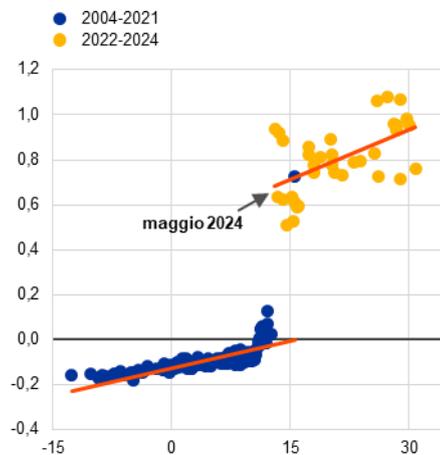
Contributo delle aspettative sui prezzi di vendita dei servizi elaborate dalla Commissione europea alla spiegazione dell'inflazione dei servizi

a) Contributo delle aspettative sui prezzi di vendita all'inflazione tendenziale dei servizi su un orizzonte di tre mesi

b) Posizione in graduatoria delle aspettative sui prezzi di vendita nella spiegazione dell'inflazione tendenziale dei servizi su un orizzonte di tre mesi (su 60 variabili)

(asse delle ascisse: aspettative sui prezzi di vendita dei servizi, saldi delle risposte; asse delle ordinate: deviazioni dalla media, in punti percentuali, del contributo all'inflazione dei servizi )

(posizione in graduatoria)



Fonti: Direzione Generale Affari economici e finanziari della Commissione europea (DG-ECFIN), BCE ed elaborazioni della BCE.  
Nota: "2004-2021" comprende il periodo dal 2004 a settembre 2021; "2022-2024" comprende il periodo da ottobre 2021 a maggio 2024.

**Nel complesso, le aspettative sui prezzi di vendita per i servizi posseggono alcune capacità predittive per l'inflazione della componente dei servizi dello IAPC, che diventa più evidente in prossimità dei punti di svolta e quando l'inflazione è elevata.** I dati sulle aspettative sui prezzi di vendita dei servizi

possono essere utilizzati per valutare le pressioni inflazionistiche ai primi stadi della catena di formazione dei prezzi, data la limitata disponibilità di dati sui prezzi alla produzione dei servizi. Tali dati provenienti dalle indagini possono essere indicativi in periodi caratterizzati da importanti punti di svolta e potrebbe mostrare non linearità. Durante il recente aumento dell'inflazione, le aspettative sui prezzi di vendita hanno aiutato a prevedere l'inflazione della componente dei servizi dello IAPC, ma tale non linearità della capacità predittiva sta probabilmente diminuendo con la normalizzazione dell'inflazione.

## Il rendimento del capitale e le sue determinanti in tempi recenti

a cura di John Hutchinson e Arthur Saint Guilhem

### **A partire dal picco dei tassi di interesse reali negli anni '80, lo scostamento fra il rendimento del capitale produttivo e quello delle attività sicure è aumentato.**

Comprendere tale tendenza è interessante, date le potenziali implicazioni per gli investimenti, di cui il rendimento del capitale a fini produttivi rappresenta una misura importante. Dato che il tasso privo di rischio funge da costo opportunità per investire in capitale produttivo, un divario persistente potrebbe essere indice di un'esitazione a destinare risorse a progetti percepiti come più rischiosi, determinando quindi un'allocazione inefficiente del capitale e una carenza di investimenti. Tale situazione comporta rischi per gli ingenti fondi necessari a far progredire la transizione ecologica. Il presente riquadro esamina i possibili fattori all'origine di tale divario, riscontrando che quello principale è costituito da un premio per il rischio più elevato, ma anche l'aumento delle rendite economiche svolge un ruolo significativo.

### **La stima del rendimento del capitale richiede varie supposizioni, in particolare per quanto riguarda le attività finanziarie e il ruolo del settore immobiliare nello stock di capitale.**

Ulteriori considerazioni riguardano il calcolo dei redditi da capitale e l'opportunità di includere l'intera economia o solamente i settori produttivi. Di conseguenza, si possono adottare approcci diversi.

### **Il presente riquadro utilizza una misura esaustiva: il rendimento del capitale in termini reali al lordo delle imposte per l'intera economia<sup>1</sup>.**

Tale misura è calcolata dividendo il reddito netto nazionale al netto della retribuzione totale per lo stock di capitale netto. A partire dagli anni '90 la misura ha oscillato in un intervallo relativamente ristretto sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, evidenziando una lieve tendenza al rialzo negli Stati Uniti<sup>2</sup>. Inoltre, il rendimento del capitale è stato costantemente più elevato negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Il divario è calcolato come la differenza tra il rendimento del capitale e il tasso reale privo di rischio, definito, ai fini del presente riquadro, sottraendo all'Euribor a tre mesi (per l'area dell'euro) o al tasso sui buoni del Tesoro (per gli Stati Uniti) le aspettative di inflazione a un anno.

### **Il crescente divario tra il rendimento del capitale e il tasso privo di rischio ha raggiunto un picco massimo durante la pandemia sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, per poi ridursi durante la recente fase di rialzo dei tassi.**

Il rendimento relativamente stabile del capitale contrasta nettamente con il

<sup>1</sup> Sebbene la componente fiscale sia un fattore economicamente rilevante nelle decisioni di investimento delle imprese, mancano dati armonizzati sui rendimenti al netto delle imposte.

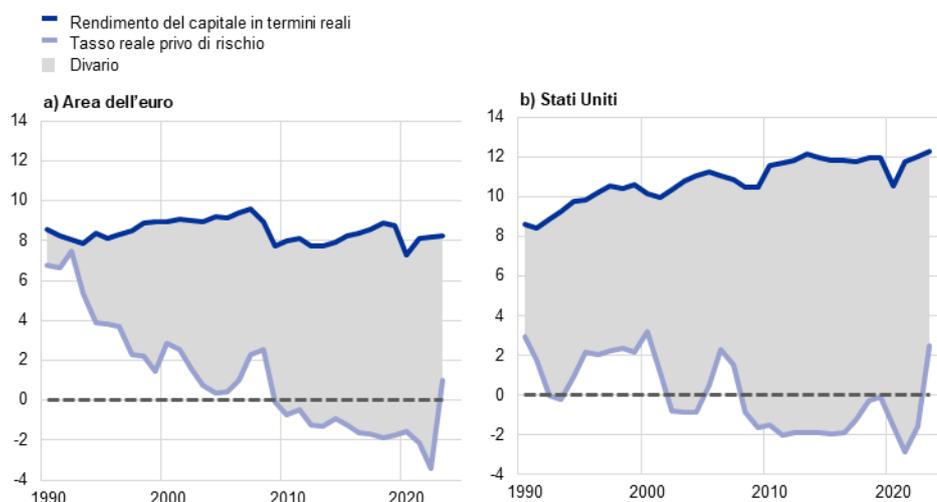
<sup>2</sup> Vi è un certo dibattito sul fatto che lo stock di attività immateriali potrebbe essere sottostimato nei conti nazionali e che ciò potrebbe portare a sovrastimare il rendimento del capitale. Un calcolo approssimativo, che ipotizza una sottostima del 50 per cento delle attività immateriali, indica che l'impatto sul rendimento del capitale rimarrebbe limitato (minore di 1 punto percentuale). Tali conclusioni confermano quelle presenti in Farhi, E. e Gourio, F., "Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia", *Brookings Papers on Economic Activity*, autunno 2018, pagg. 147-250.

prolungato calo del rendimento reale delle attività sicure. Il divario è aumentato ulteriormente in misura significativa, raggiungendo il suo punto massimo durante il recente aumento dell'inflazione (cfr. il grafico A). La conseguente risposta di politica monetaria e il calo delle aspettative di inflazione hanno determinato un aumento del tasso reale privo di rischio, riducendo così il divario tra quest'ultimo e il rendimento del capitale.

### Grafico A

Divario tra il rendimento del capitale e i tassi privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: banca dati AMECO, banca dati FRED (Federal Reserve Economic Data), banca dati Area-Wide Model (AWM), banca dati Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.

Note: il rendimento reale del capitale è il rendimento al lordo delle imposte nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. I tassi reali sono calcolati come differenza tra l'Euribor a tre mesi o il tasso sui buoni del Tesoro statunitensi e le aspettative di inflazione a un anno. Gli ultimi dati si riferiscono al 2023.

**Per analizzare i fattori all'origine di tale divario nell'area dell'euro, si utilizza uno schema contabile proposto da Caballero, Farhi e Gourinchas che ne collega l'evoluzione agli andamenti di quattro variabili economiche fondamentali: la quota del lavoro; il premio per il rischio; la perdita di capitale attesa; i margini di profitto<sup>3</sup>.** La quota del lavoro può essere osservata ed è definita come la quota salariale corretta della banca dati AMECO della Commissione europea<sup>4</sup>. Dalla quota salariale e dall'elasticità del prodotto al capitale si può inferire una misura del margine medio sui beni, una misura delle rendite economiche in questo modello, che è inversamente proporzionale alla quota del lavoro. Il rendimento medio del capitale in termini reali è definito come il rapporto tra il

<sup>3</sup> Cfr. Caballero, R.J., Farhi, E. e Gourinchas, P.-O., "Rents, Technical Change, and Risk Premia: Accounting for Secular Trends in Interest Rates, Returns on Capital, Earning Yields, and Factor Shares", *American Economic Review*, vol. 107(5), maggio 2017, pagg. 614-620. Finora solo un numero limitato di studi ha esaminato i fattori all'origine di tale divario. Cfr. anche Daly, K., "A Secular Increase in the Equity Risk Premium", *International Finance*, vol. 19(2), estate 2016, pagg. 179-200; Hutchinson, J. e Saint Guilhem, A., "The wedge between the return on capital and risk-free rates", *Eco Notepad*, Banque de France, febbraio 2019; e Marx, M., Mojon, B. e Velde, F.R., "Why have interest rates fallen far below the return on capital?", *Journal of Monetary Economics*, vol. 124(S), novembre 2021, pagg. 57-76.

<sup>4</sup> La quota salariale corretta è calcolata come retribuzione totale (corretta per l'occupazione totale) in rapporto al PIL nominale.

reddito reale da capitale e lo stock di capitale, al netto del deprezzamento. Il premio per il rischio del capitale è quindi stimato come il rendimento del capitale in eccesso rispetto al tasso d'interesse privo di rischio, tenendo conto di deprezzamento, rendite e perdite di capitale attese dovute al calo del prezzo dell'investimento nel tempo. Nel presente esercizio si adotta una funzione di produzione Cobb-Douglas anziché una funzione di produzione a elasticità di sostituzione costante (constant elasticity of substitution, CES). Tale approccio implica che le variazioni della quota del lavoro siano attribuite a variazioni dei margini di profitto e che miglioramenti tecnologici della produttività del capitale non svolgano un ruolo<sup>5</sup>.

**Utilizzando dati per l'area dell'euro e gli Stati Uniti, il modello è calibrato in modo da ricalcare il divario osservato tra il rendimento del capitale al lordo delle imposte e il tasso privo di rischio nel periodo dal 1990 al 2023 (cfr. il grafico B).** A partire da circa metà degli anni 2000, il divario è aumentato in entrambe le aree. Nell'area dell'euro tale incremento è da attribuire prevalentemente al premio per il rischio, soprattutto a partire dalla pandemia, mentre il contributo dei margini di profitto, seppur significativo nel corso dei vari periodi, è leggermente diminuito. Questo cambiamento potrebbe riflettere l'impatto delle riforme sui mercati del lavoro e dei beni e servizi, attuate nell'area dell'euro a seguito della crisi finanziaria mondiale e del debito sovrano. Negli Stati Uniti l'incremento va ricondotto principalmente all'aumento del premio per il rischio e, in misura più contenuta, ai maggiori margini di profitto. Secondo questo modello, il divario e i fattori da cui esso dipende sono rimasti prevalentemente immutati negli Stati Uniti dall'inizio della pandemia. L'osservazione secondo cui una quota considerevole del divario negli Stati Uniti sia dovuta ai margini di profitto risulta in linea con gli studi empirici che, in tale paese, ne indicano un aumento nel corso degli ultimi trent'anni<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Sebbene non riportato, è stata utilizzata anche una funzione di produzione CES a titolo di confronto e i principali risultati restano validi.

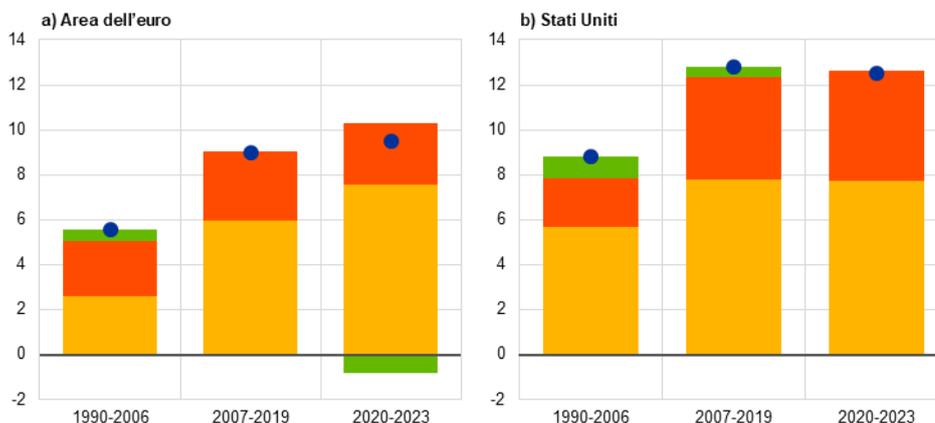
<sup>6</sup> Alcuni studi mostrano che l'aumento dei margini di profitto è determinato dalla coda destra della loro distribuzione. Cfr., ad esempio, De Loecker, J., Eeckhout, J. e Unger, G., "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, n. 2, maggio 2020, pagg. 561-644.

## Grafico B

### Scomposizione del divario tra rendimento del capitale e tasso privo di rischio

(in punti percentuali)

- Divario
- Premio per il rischio
- Margini
- Perdita di capitale attesa



Fonti: banca dati AMECO, banca dati FRED, banca dati AWM ed elaborazioni della BCE.

**L'aumento del premio per il rischio nell'area dell'euro, verificatosi a partire dalla pandemia, può essere attribuito alla maggiore incertezza derivante dall'evoluzione della pandemia stessa e del contesto geopolitico, nonché alla tendenza di più lungo termine a un aumento della domanda di attività sicure e a una diminuzione dell'offerta, che ha ridotto il tasso privo di rischio lasciando al contempo inalterati i rendimenti delle attività rischiose.** Da una prospettiva di più lungo periodo, il significativo aumento del premio per il rischio a partire dal 2000 potrebbe riflettere una maggiore domanda di attività sicure, esacerbata dalle modifiche normative introdotte dopo la crisi e da un calo generale dell'offerta di attività sicure. Tali fattori hanno progressivamente ridotto l'offerta netta di attività sicure, comprimendo così il tasso privo di rischio, ma lasciando invariato il rendimento delle attività rischiose<sup>7,8</sup>. Altri fattori, come ad esempio l'andamento demografico e la bassa produttività, sono stati identificati come determinanti del calo di lungo periodo dei tassi privi di rischio, tuttavia il loro effetto sul divario non è del tutto chiaro.

**Tale divario persistente può essere visto come un indicatore di inefficienze nell'allocazione del capitale.** Un elevato rendimento del capitale può scoraggiare le aziende dall'intraprendere progetti di investimento, in particolare quelle più giovani e caratterizzate da una produttività più elevata, ostacolando di conseguenza la crescita economica. Facilitare un migliore accesso al finanziamento di capitale

<sup>7</sup> Cfr. Caballero, R.J., Farhi, E. e Gourinchas, P.O., "Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand", *American Economic Review*, vol. 106(5), maggio 2016, pagg. 513-518; e Ferreira, T.R.T. e Shousha, S., "Determinants of global neutral interest rates", *Journal of International Economics*, vol. 145, novembre 2023.

<sup>8</sup> Da notare che le recenti stime dei tassi di interesse reali di equilibrio sono leggermente aumentate. Cfr., ad esempio, il riquadro 7 [Stime del tasso di interesse naturale per l'area dell'euro: un aggiornamento](#) nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

potrebbe attenuare tale divario, promuovendo così gli investimenti e il progresso della transizione verde.

**Per l'area dell'euro, una maggiore integrazione finanziaria, grazie, ad esempio, al completamento dell'unione dei mercati dei capitali, potrebbe contribuire a ridurre il premio per il rischio, riducendo la frammentazione finanziaria, accrescendo la diversificazione dei portafogli e migliorando l'efficienza del mercato, stimolando in tal modo gli investimenti attualmente deboli e sostenendo la transizione verde.** Gli investimenti necessari all'area dell'euro per rispettare i suoi impegni relativi al pacchetto "Pronti per il 55%" sono considerevoli. Sebbene alcune di queste esigenze di investimento possano essere soddisfatte mediante tasse sulle emissioni di carbonio, saranno necessari investimenti significativamente maggiori per raggiungere i livelli richiesti<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Per alcune stime quantitative, cfr. l'articolo 1 *Le implicazioni macroeconomiche della transizione verso un'economia a basse emissioni di anidride carbonica* nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

## Proiezioni sui costi dell'invecchiamento: nuove evidenze dall'Ageing Report 2024

a cura di Edmund Moshammer e Joachim Schroth

**Il presente riquadro analizza le proiezioni elaborate negli ultimi 15 anni sui costi connessi all'invecchiamento della popolazione nei paesi dell'area dell'euro, avvalendosi delle nuove evidenze ricavate dalla relazione 2024 sull'invecchiamento demografico (Ageing Report 2024), di recente pubblicazione.** La relazione<sup>1</sup>, pubblicata il 19 aprile 2024, è l'ultima nella serie di quelle redatte ogni tre anni dal Gruppo di lavoro sugli effetti dell'invecchiamento nell'ambito del Comitato di politica economica, che fornisce supporto alle attività del Consiglio dell'Unione europea. Contiene le proiezioni della spesa pubblica connessa all'invecchiamento demografico negli Stati membri dell'UE per il periodo 2022-2070<sup>2</sup>. I suoi risultati offrono un contributo fondamentale alle analisi sulla sostenibilità a lungo termine dei conti pubblici prodotte dalla Commissione europea e dalla BCE. Le proiezioni, inoltre, rivestono un ruolo importante nell'attuazione del nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE. Tale quadro è entrato in vigore alla fine di aprile 2024 e pone maggiore enfasi sulla necessità che i governi affrontino i rischi per la sostenibilità dei conti pubblici.

**Secondo le proiezioni dell'Ageing Report 2024 i costi di bilancio connessi all'invecchiamento nell'area dell'euro, espressi in percentuale del PIL, aumenterebbero dal 25,1 per cento nel 2022 al 26,5 nel 2070.** Gli andamenti dei costi legati all'invecchiamento variano da paese a paese a causa delle diverse posizioni di partenza di ciascuno, ad esempio in termini di struttura demografica e contesto normativo (cfr. il grafico A)<sup>3</sup>. Secondo le stime nove paesi registrerebbero incrementi di oltre 4 punti percentuali, mentre per sei si profilerebbe un calo dei costi. Si ritiene che per l'area dell'euro la crescita della spesa totale per l'invecchiamento della popolazione sia principalmente riconducibile all'aumento dei costi per le pensioni e, in misura minore, di quelli per l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine. Secondo le proiezioni, i costi dell'istruzione dovrebbero lievemente diminuire in tutti i paesi. Dal raffronto tra i periodi 2022-2045 e 2022-2070 emerge che i tempi di aumento dei costi legati all'invecchiamento sarebbero molto eterogenei tra i vari paesi. Proiezioni di così lungo periodo generalmente comportano un elevato grado di incertezza. A titolo illustrativo, in uno scenario di rischio che ipotizza per l'assistenza sanitaria e le cure a lungo termine una maggiore elasticità della domanda e una convergenza dei costi e della copertura tra paesi, la relazione stima che nell'area dell'euro i costi connessi all'invecchiamento potrebbero aumentare di 4,0 punti percentuali entro il 2070, a fronte di un

<sup>1</sup> Cfr. "2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)", *European Economy – Institutional Papers*, n. 279, Commissione europea, aprile 2024.

<sup>2</sup> Per un'analisi delle ipotesi demografiche sottostanti, cfr. il riquadro 8 *Tendenze demografiche secondo le proiezioni EUROPOP2023 e relative implicazioni economiche per l'area dell'euro* nel numero 3/2023 di questo Bollettino.

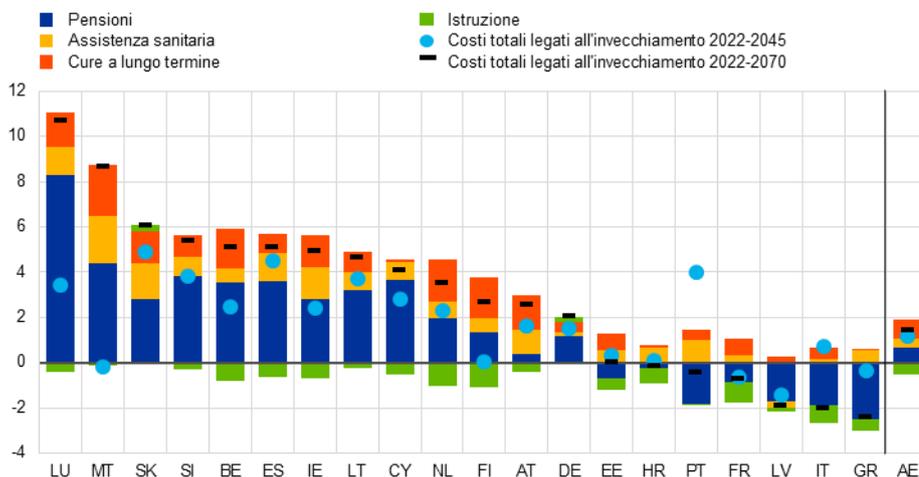
<sup>3</sup> Ad esempio, 13 paesi dell'area dell'euro dispongono di meccanismi di adeguamento automatico che incidono sulle prestazioni pensionistiche o che legano l'età pensionabile all'aspettativa di vita.

incremento di 1,4 punti percentuali stimato per le proiezioni relative allo scenario di base.

### Grafico A

#### Variazioni dei costi totali per l'invecchiamento e relative componenti

(in punti percentuali; 2022-2070)



Fonti: Ageing Report 2024 ed elaborazioni della BCE.

Nota: i costi totali legati all'invecchiamento sono espressi in percentuale del PIL.

**Rispetto alle precedenti proiezioni pubblicate tre anni fa, si stima che i costi connessi all'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro saranno di 0,3 punti percentuali più elevati entro il 2070.** Ciò riflette revisioni al rialzo dei costi di bilancio legati all'invecchiamento demografico in dieci paesi dell'area e revisioni al ribasso in altri dieci paesi. Le maggiori correzioni al rialzo riguardano la Spagna, dove si stima che la spesa sarà di 7 punti percentuali superiore entro il 2070, in parte a causa di una parziale revisione delle riforme pensionistiche del 2011 e del 2013, e Cipro, dove la spesa sarebbe di 6 punti percentuali più elevata. Al contrario, per la Slovacchia la spesa nel 2070 è stata rivista al ribasso di 4 punti percentuali e il previsto aumento dei costi dal 2022 al 2070 è stato ridotto a 6 punti percentuali a seguito di una riforma pensionistica nel 2022.

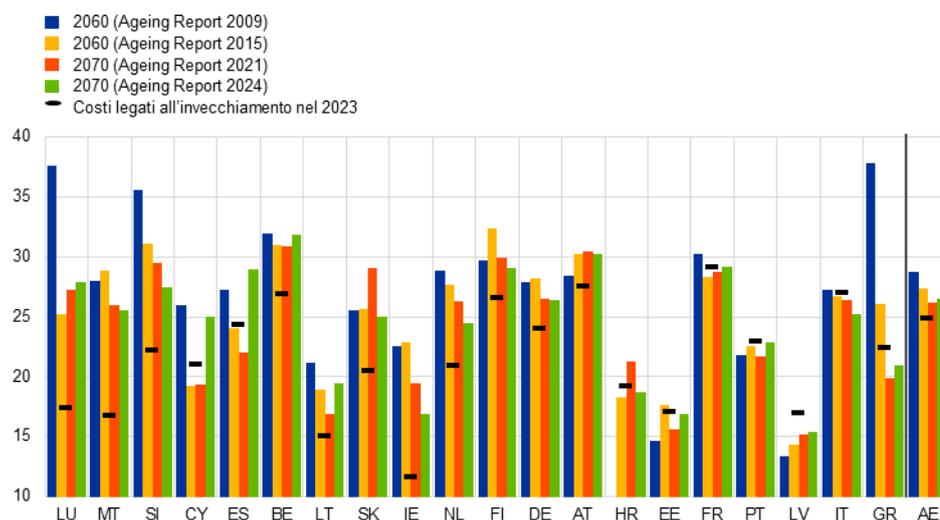
**Adottando una prospettiva di più lungo periodo, dall'esame delle relazioni sull'invecchiamento demografico pubblicate a partire dal 2009 emergono alcune tendenze degne di nota (cfr. il grafico B).** Un andamento positivo evidenziato dall'ultima relazione è rappresentato dal fatto che nell'orizzonte temporale di previsione solo due paesi registrerebbero incrementi della spesa pubblica legata all'invecchiamento superiori a 6 punti percentuali<sup>4</sup>. Nelle relazioni precedenti tale soglia era superata da dodici paesi. Tuttavia, per la maggior parte dei paesi le proiezioni continuano a prospettare un significativo aumento dei costi. Solo sette paesi presentano traiettorie stabili o in calo, con un aumento della spesa inferiore a 1 punto percentuale di PIL, mentre nell'Ageing Report 2015 in questo gruppo rientravano nove paesi.

<sup>4</sup> Ciò dipende da modifiche delle ipotesi e delle politiche strutturali attuate dagli Stati membri dell'UE, ma anche dall'aumento dei costi effettivi connessi all'invecchiamento della popolazione.

## Grafico B

Costi totali per l'invecchiamento della popolazione nel 2023 e costi a lungo termine secondo diverse proiezioni

(in percentuale del PIL)



Fonti: edizioni 2009, 2015, 2021 e 2024 dell'Ageing Report ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico confronta le proiezioni pubblicate nell'attuale Ageing Report e in alcune edizioni precedenti. Le edizioni del 2009 e del 2015 si riferiscono all'orizzonte del 2060, mentre quelle del 2021 e del 2024 fanno riferimento all'orizzonte del 2070. Per la Croazia i dati sono disponibili solo a partire dall'edizione del 2015. I paesi sono ordinati in base al livello di aumento dei costi previsto dalle proiezioni nell'edizione del 2024.

### L'Ageing Report più recente mostra che l'aumento della spesa pubblica per le pensioni dovuto all'invecchiamento della popolazione dovrebbe essere mitigato da tassi di sostituzione inferiori, pensionamenti più tardivi e altri effetti strutturali legati al mercato del lavoro.

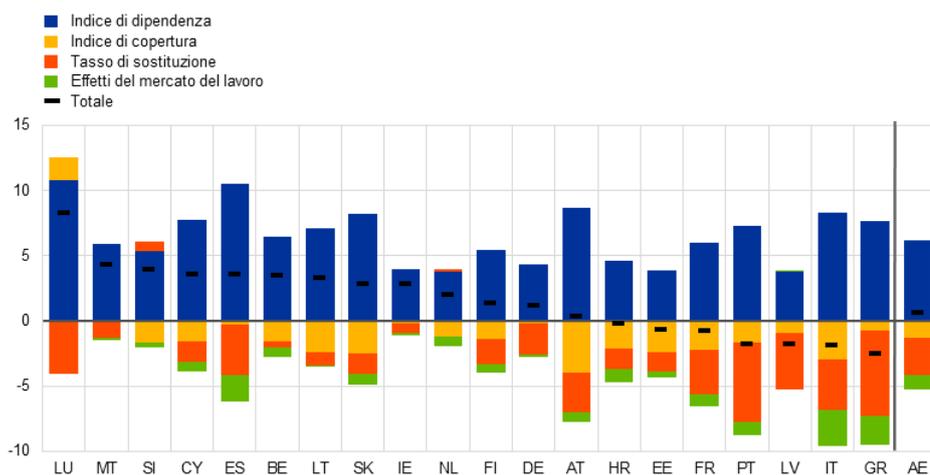
Un'analisi più approfondita della spesa pensionistica consente di scomporre la dinamica in quattro componenti principali: l'indice di dipendenza, l'indice di copertura, il tasso di sostituzione e gli effetti del mercato del lavoro. Si stima che l'indice di dipendenza, cioè il numero di giovani e anziani in rapporto alla popolazione in età lavorativa, innalzi la spesa pubblica relativa alle pensioni in tutti i paesi, con un aumento di 6,2 punti percentuali in media entro il 2070 (cfr. il grafico C). Si ritiene che tale effetto sarà contrastato dai contributi forniti dal tasso di sostituzione (-2,9 punti percentuali), dall'indice di copertura (-1,3) e dagli effetti del mercato del lavoro (-1,1). Il tasso di sostituzione misura la generosità del sistema pensionistico esaminando le prestazioni delle pensioni rispetto ai salari ed è influenzato dalla rapidità e dalla misura in cui le prestazioni sono adeguate in risposta all'inflazione e agli incrementi di produttività. Secondo le proiezioni, i maggiori risparmi di costo da questa componente riguarderebbero Grecia e Portogallo. L'indice di copertura rappresenta il rapporto tra il numero di pensionati e il numero totale di persone di età superiore a 65 anni ed è determinato dalle passate riforme dell'età pensionistica, quali l'accesso al pensionamento anticipato o variazioni dell'età pensionabile stabilita per legge. Tale componente determinerebbe le maggiori riduzioni dei costi in Slovacchia. Gli effetti del mercato del lavoro sono determinati da cambiamenti dell'occupazione, dell'orario di lavoro e del tasso di partecipazione alle forze di lavoro delle persone più anziane. Secondo le proiezioni, tali effetti dovrebbero ridurre i costi a causa delle riforme volte a incoraggiare carriere lavorative più lunghe, nonché di un ipotizzato

aumento del tasso di occupazione. Il loro impatto massimo si verificherebbe in Italia, dove, grazie al maggiore tasso di occupazione e alle carriere più lunghe, la spesa pubblica relativa alle pensioni si ridurrebbe di 2,8 punti percentuali entro il 2070.

### Grafico C

#### Determinanti delle proiezioni dei costi pensionistici

(in punti percentuali; 2022-2070)



Fonti: Ageing Report 2024 ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico non mostra un termine residuo che deriva dall'interazione delle componenti e che riduce i costi pensionistici totali (espressi in percentuale del PIL) di un valore compreso tra -0,1 e -0,7 punti percentuali di PIL in base al paese. Per il Lussemburgo l'indice di copertura e gli effetti del mercato del lavoro non sono rilevanti, in ragione dell'esclusione dei lavoratori transfrontalieri dalle proiezioni delle forze di lavoro.

#### L'invecchiamento della popolazione, secondo le proiezioni, dovrebbe avere un impatto negativo sulle finanze pubbliche nel periodo fino al 2070 anche mediante la riduzione della crescita del prodotto potenziale.

Secondo le proiezioni contenute nell'Ageing Report 2024 l'espansione del PIL potenziale passerebbe dal livello medio dell'1,4 per cento stimato per l'anno in corso e gli ultimi due anni, allo 0,8 per cento agli inizi degli anni 2030, quando la crescita degli input di lavoro diventerebbe negativa (cfr. il grafico D). Rispetto all'edizione del 2021 dell'Ageing Report, il livello di crescita del prodotto potenziale per il periodo 2022-2024 è stato rivisto al rialzo, sulla base di dati migliori del previsto relativi all'immigrazione netta, ai tassi di partecipazione alle forze di lavoro e ai tassi di occupazione. Nella prima metà degli anni 2030, invece, la crescita del prodotto potenziale rimane invariata, con una conseguente decelerazione più marcata rispetto alle proiezioni precedenti<sup>5</sup>. Nel lungo periodo la crescita del PIL potenziale sarebbe inferiore al livello attuale stimato e diminuirebbe gradualmente, per collocarsi all'1 per cento nel 2070. A causa delle revisioni apportate a tutte le componenti, tale dato è inferiore a quello delle precedenti proiezioni, pari all'1,4 per cento. In particolare, la crescita della produttività totale dei fattori (PTF) nel 2070

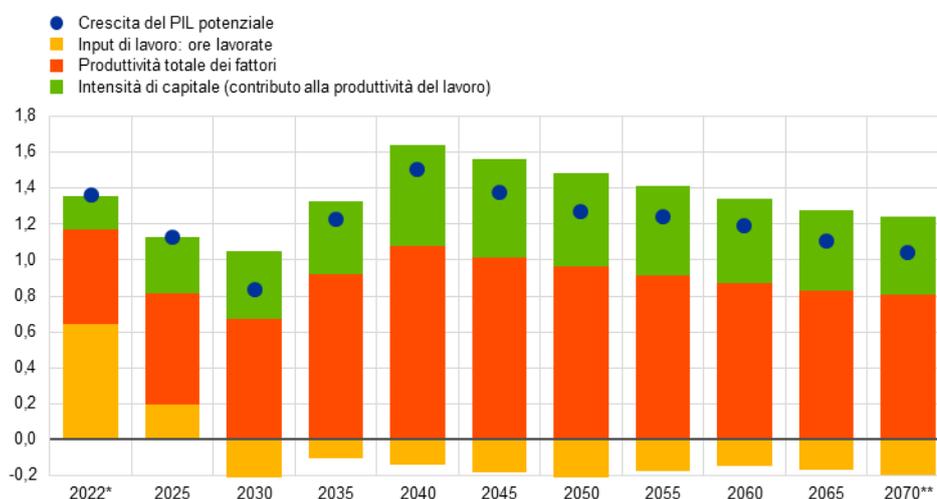
<sup>5</sup> Il profilo di crescita del prodotto potenziale durante i primi dieci anni dell'orizzonte di proiezione si basa sulla [metodologia condivisa concordata](#) del Gruppo di lavoro sugli Output Gap (Working Group on Output Gaps) costituito nell'ambito del Comitato di politica economica.

è stata rivista al ribasso di 0,2 punti percentuali, allo 0,8 per cento<sup>6</sup>. Tuttavia, le proiezioni sono caratterizzate da un livello di incertezza elevato, a causa dell'andamento dei flussi migratori e della difficoltà di previsione delle implicazioni delle transizioni digitale e verde. Inoltre, le stime non includono tutti gli effetti che l'invecchiamento demografico potrebbe avere sul prodotto potenziale, ad esempio attraverso la riduzione della produttività aggregata causata dalle minori abilità fisiche, dal peggioramento dello stato di salute o dalla minore innovazione. Inoltre, le proiezioni non tengono conto dell'impatto che le variazioni della composizione della spesa pubblica potrebbero avere sul prodotto potenziale, ad esempio se la maggiore spesa connessa all'invecchiamento riducesse le risorse per gli investimenti infrastrutturali<sup>7</sup>.

### Grafico D

#### Proiezioni della crescita del prodotto potenziale e contributi delle componenti

(crescita percentuale media annua su periodi di cinque anni)



Fonti: Ageing Report 2024 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono alla crescita media nell'anno specificato e nei quattro anni seguenti. La voce "Intensità di capitale" si riferisce alle variazioni del rapporto tra capitale e lavoro. \* Per il 2022 i dati si riferiscono alla crescita media nel periodo 2022-2024. \*\* Per il 2070 i dati si riferiscono alla crescita annua nel 2070.

#### L'aumento dei costi legati all'invecchiamento rappresenta una considerazione fondamentale nella valutazione della sostenibilità dei conti pubblici nel lungo periodo.

Le variazioni demografiche, che determinano una maggiore quota di cittadini anziani e una crescita della domanda di pensioni, assistenza sanitaria e servizi di cura a lungo termine, metteranno a dura prova i conti pubblici.

L'andamento delle proiezioni dei costi legati all'invecchiamento mostra che, nonostante i progressi osservati in alcuni paesi, permangono sfide notevoli da affrontare. Per far fronte alle conseguenze economiche e di bilancio dell'invecchiamento demografico, sono necessarie riserve di bilancio, una

<sup>6</sup> Per le revisioni ai dati sulla PTF, cfr. "Prospects for long-term productivity growth", *Quarterly Report on the Euro Area, European Economy*, Institutional Paper n. 201, Commissione europea, maggio 2023. Le revisioni ai dati relativi alle forze di lavoro sono dovute principalmente alle proiezioni di tassi di fertilità inferiori. Per le revisioni all'intensità di capitale, legate a ipotesi sulla crescita della PTF e sulla convergenza tra paesi, cfr. "2024 Ageing Report Underlying Assumptions and Projection Methodologies", Institutional Paper n. 257, Commissione europea, novembre 2023.

<sup>7</sup> Cfr. Bodnar, K. e Nerlich, C., "The macroeconomic and fiscal impact of population ageing", *Occasional Paper Series*, n. 296, BCE, giugno 2022.

composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita e riforme strutturali<sup>8</sup>. Inoltre, per limitare l'impatto negativo sulla crescita potenziale, servono politiche volte a rafforzare la produttività, ad esempio orientate a promuovere l'innovazione, la formazione permanente e una più rapida integrazione dei migranti nel mercato del lavoro.

---

<sup>8</sup> Cfr. Bodnar, K. e Nerlich, C., op. cit.

# Articoli

## 1 L'evoluzione del modello di crescita della Cina: sfide e prospettive di sviluppo nel lungo periodo

a cura di Alexander Al-Haschimi e Tajda Spital

### 1 Introduzione

**La rapida trasformazione economica che ha reso la Cina la seconda economia mondiale per dimensioni è connessa in modo indissolubile al suo modello di crescita basato sugli investimenti.** Tali investimenti sono stati finanziati con elevati livelli di risparmio interno, derivanti dall'attuazione di una serie di politiche governative<sup>1</sup>. I risparmi sono stati immessi in un sistema finanziario che ha fornito prestiti caratterizzati da molte sovvenzioni a fini di investimento nei settori delle infrastrutture, della manifattura e degli immobili. Di conseguenza la Cina ha raggiunto tassi di crescita economica elevati, aumentando i propri investimenti più velocemente della maggior parte degli altri paesi con un livello di sviluppo simile (cfr. il pannello a) del grafico 1)<sup>2</sup>.

**Tuttavia, questo modello di crescita basato sugli investimenti è sottoposto a crescenti pressioni.** In primo luogo, la diminuzione dei tassi di rendimento implica una maggiore difficoltà nel generare crescita da un'unità di investimento aggiuntiva e alcuni osservatori ritengono che la Cina abbia da tempo superato il punto in cui può assorbire produttivamente questi tassi di investimento elevati. In secondo luogo, le politiche governative hanno determinato una grave recessione del settore dell'edilizia residenziale cinese, che, prima del rallentamento del comparto immobiliare osservato nel 2021, rappresentava circa il 30 per cento del PIL, con un conseguente indebolimento duraturo di questo importante pilastro della domanda interna. In terzo luogo, anche la domanda estera sta subendo una flessione, in un contesto in cui le tensioni nell'interscambio si stanno intensificando e un numero crescente di partner commerciali non è disposto a compensare ulteriormente i maggiori disavanzi commerciali con la Cina. Più in generale, le sfide strutturali, tra cui l'invecchiamento demografico e la bassa crescita della produttività, mettono ulteriormente in difficoltà l'economia cinese.

<sup>1</sup> La politica del figlio unico introdotta alla fine degli anni '70 ha ridotto l'ammontare del sostegno fornito agli anziani dai familiari a carico, inducendo così un aumento dei risparmi dei pensionati. Negli anni '90 si è passati da un'economia con pianificazione centralizzata a una con un ruolo più rilevante dei mercati, con una conseguente diminuzione della rete di protezione sociale e un aumento dei risparmi precauzionali; anche il passaggio da abitazioni fornite dal datore di lavoro a immobili residenziali di proprietà ha richiesto maggiori risparmi per pagare acconti e mutui. Cfr. Zhang, L., Brooks, R., Ding, D., Ding, H., He, H., Lu, J. e Mano, R., "China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies," *FMI Working Paper*, n. 277, Fondo monetario internazionale, dicembre 2018.

<sup>2</sup> Cfr. anche Dorrucchi, E., Pula, G. e Santabàrbara, D., "China's economic growth and rebalancing", *Occasional Paper Series*, n. 142, BCE, febbraio 2013; e Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (a cura di), "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 206, BCE, gennaio 2018.

**Per fare fronte a tali sfide, il governo sta raddoppiando i propri sforzi per stimolare la crescita tramite politiche incentrate sugli investimenti.**

Questo ulteriore stimolo agli investimenti sembra essere trainato quasi esclusivamente dal settore pubblico, a fronte di uno stallo degli investimenti fissi da parte dei privati a seguito dell'insorgere della crisi immobiliare nel 2021 (cfr. il pannello b) del grafico 1). Le politiche governative volte a potenziare il prodotto alla luce del rallentamento della domanda hanno potenziali implicazioni per i partner commerciali della Cina. Un'espansione della produzione stimolata dall'offerta potrebbe influenzare in maniera concreta i prezzi dell'interscambio e, di conseguenza, l'inflazione nelle loro economie. Lo spostamento verso la produzione di beni di livello avanzato precedentemente importati è volto ad accrescere l'autonomia della Cina, riducendo in tal modo l'intensità delle importazioni nella sua crescita e spostando nel contempo la competitività e i saldi commerciali rispetto ai suoi partner.

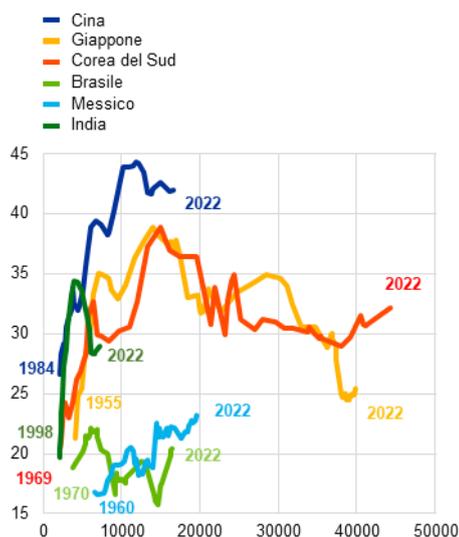
In tale contesto, il presente articolo fornirà una breve sintesi del modello di crescita cinese basato sugli investimenti e una valutazione degli squilibri tra offerta e domanda osservati nel settore manifatturiero. Analizzerà poi i potenziali effetti di propagazione a carico dei partner commerciali della Cina e tratterà le implicazioni politiche per le principali economie avanzate.

**Grafico 1**

**Modello cinese di crescita basato sugli investimenti**

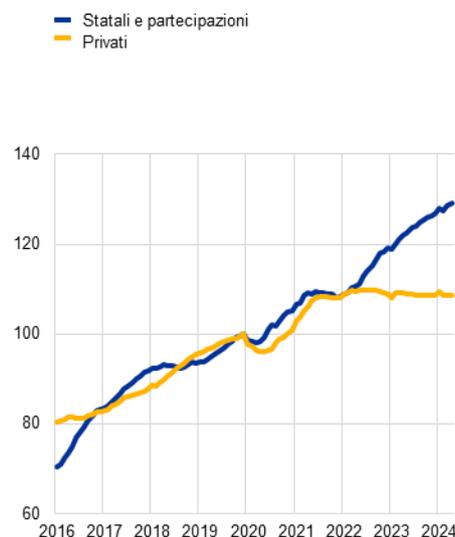
**a) Investimenti per livello di sviluppo**

(asse delle ascisse: PIL pro capite in dollari statunitensi sulla base delle parità di potere d'acquisto del 2017; asse delle ordinate: investimenti totali in percentuale del PIL)



**b) Investimenti cinesi per fonte**

(indice, 2019 = 100; media mobile a 12 mesi)



Fonti: Banca mondiale, Penn World Tables, istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: il PIL pro capite dal 2020 al 2022 è estrapolato sulla base dei dati della Banca mondiale. Il punto di partenza delle quote di investimenti è un PIL pari o superiore a 2.000 dollari statunitensi. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2022 per il pannello a) e ad aprile 2024 per il pannello b).

## 2 L'evoluzione dei fattori di crescita economica della Cina

**Gli investimenti si confermano una determinante fondamentale della crescita cinese.** Nel trentennio conclusosi nel 2010 la quota di PIL legata agli investimenti in Cina è passata gradualmente dal 35 al 47 per cento (cfr. il grafico 2). A titolo di confronto, il rapporto investimenti/PIL per le economie sviluppate in genere è di circa il 20 per cento, mentre nei paesi dell'ex Unione Sovietica si è collocato in media intorno al 30 per cento nei primi dieci anni dopo la loro transizione verso un'economia di mercato. Nello stesso trentennio la quota di consumi finali è scesa costantemente, collocandosi al di sotto del 50 per cento nel 2010, dal 65 circa. In confronto, il contributo dell'interscambio netto alla crescita annuale si colloca significativamente al di sotto di quelli forniti dagli investimenti e dai consumi. Negli anni '90 il contributo dell'interscambio netto al PIL annuale in termini reali è stato in media pari a 0,9 punti percentuali e dal 2000 ha registrato una media di 0 punti percentuali. Sebbene l'integrazione nelle catene globali del valore sia stata funzionale allo sviluppo tecnologico della Cina, il paese ha continuato ad avere un tasso elevato di importazioni, in parte di beni intermedi lavorati al fine di esportare manifattura, ma anche di beni di investimento, come macchinari, destinati a migliorare le proprie capacità produttive. Per molti decenni gli alti tassi di investimento sono serviti al necessario miglioramento delle infrastrutture e hanno reso più moderna la tecnologia produttiva, contribuendo a far diventare il paese un centro manifatturiero di rilevanza mondiale.

**Col passare del tempo, tuttavia, tassi di investimento elevati si scontrano con tassi di rendimento decrescenti.** Nonostante tassi investimento già alti, il governo cinese ha proseguito con due ulteriori campagne di investimento dopo la crisi finanziaria mondiale. La prima rappresentava una risposta alla Grande recessione, per cui il governo cinese ha attuato un programma di stimolo su vasta scala, incentrato sui settori delle infrastrutture e degli immobili, che ha portato i tassi annuali di crescita degli investimenti fissi finanziati dallo stato al 36 e al 60 per cento, rispettivamente, nel 2008 e 2009. Al venire meno delle politiche di stimolo, tuttavia, in diversi settori si era accumulato un significativo eccesso di capacità produttiva. Entro il 2015 il governo ha reagito adottando riforme dal lato dell'offerta, volte, tra le altre cose, a ridurre la capacità industriale in eccesso in determinati settori, a condurre le imprese non redditizie alla risoluzione e a ridurre la quantità di immobili residenziali invenduti<sup>3</sup>. La seconda campagna di investimenti è stata avviata nel 2020, in risposta alla pandemia di coronavirus (COVID-19): in essa il supporto fornito dal governo cinese era destinato alle imprese, allo scopo di aumentare la crescita in tutti i settori della manifattura, anche quelli che nel 2015 erano stati oggetto di sforzi di riduzione della capacità produttiva. Di conseguenza, tale capacità è nuovamente aumentata grazie a fattori dal lato dell'offerta, superando così la domanda, più contenuta in seguito alla politica zero-COVID.

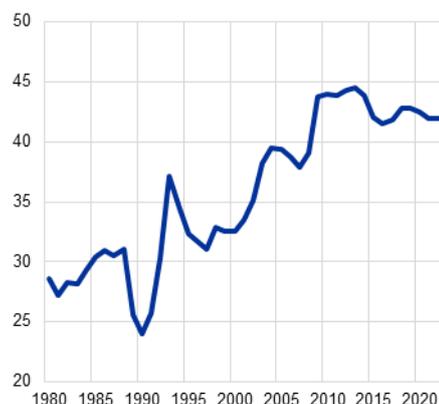
<sup>3</sup> I settori destinatari delle riforme erano, tra gli altri, quelli dell'acciaio, del carbone, del cemento, del vetro, degli immobili e dell'agricoltura. Cfr. Boulter, J., "China's supply-side structural reform", *Bulletin*, Reserve Bank of Australia, dicembre 2018.

## Grafico 2

Tendenza di lungo periodo delle componenti del prodotto in Cina

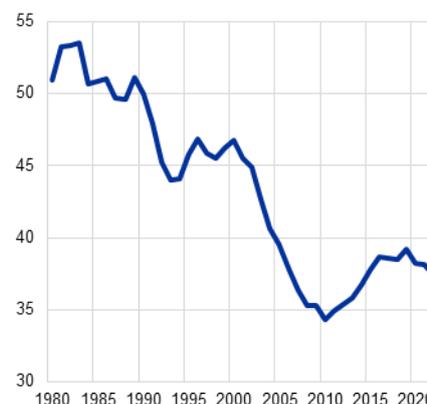
a) Investimenti totali in percentuale del PIL

(quota percentuale del PIL)



b) Consumi finali in percentuale del PIL

(quota percentuale del PIL)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2022.

**Fattori strutturali e ciclici stanno incidendo in misura crescente sulla domanda**

**A partire dalla crisi finanziaria mondiale la crescita del PIL in Cina ha registrato un calo di lungo periodo, in parte a causa di fattori avversi strutturali.**

La produttività totale dei fattori (PTF) ha iniziato a diminuire quando, col tempo, l'ulteriore spesa per le infrastrutture ha rappresentato una minore spinta per la produttività. Se nel decennio precedente la Grande recessione la crescita aggregata della PTF sui dodici mesi era pari al 2,8 per cento, nel periodo 2009-2018 ha rallentato allo 0,7 per cento. Inoltre, la popolazione in età lavorativa in Cina ha iniziato a diminuire nel 2011 e, secondo le stime delle Nazioni Unite, entro il 2050 sarà scesa di circa un quarto. Tali circostanze sfavorevoli stanno già avendo un impatto negativo sul tasso di crescita potenziale cinese ed è probabile che tale tendenza al ribasso persista (cfr. il riquadro 1 per un'analisi basata sui modelli).

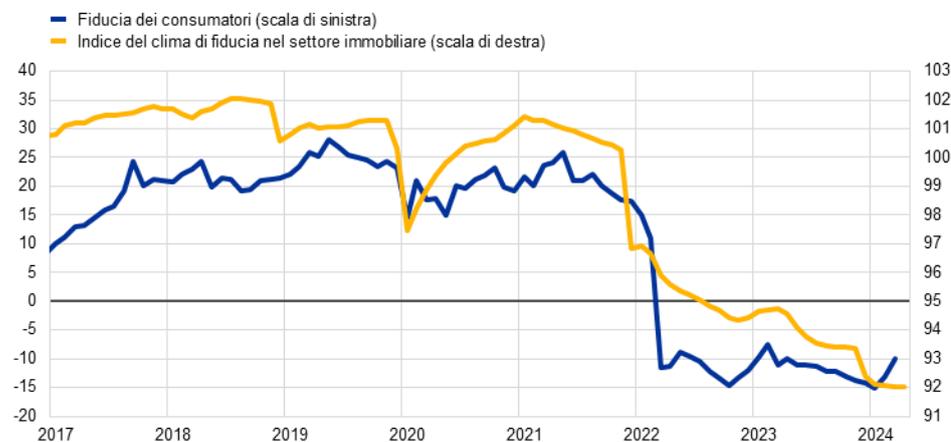
**Inoltre, i fattori di natura ciclica dal lato della domanda sono divenuti negativi durante la pandemia.**

La domanda dei consumatori è crollata durante l'emergenza sanitaria, in quanto l'incertezza dovuta alle restrizioni legate alla pandemia ha determinato un aumento dei risparmi precauzionali (cfr. il grafico 3). Tale fenomeno è stato amplificato dalla crisi del settore dell'edilizia residenziale, iniziata nel 2021, che ha contribuito a reprimere ulteriormente la domanda dei consumatori, considerato che la maggior parte della ricchezza delle famiglie in Cina è legata al settore immobiliare.

### Grafico 3

#### Fiducia dei consumatori e andamenti del settore immobiliare

(indice standardizzato e indice, 2019 = 100)



Fonti: istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono ad aprile 2024 per la voce "Fiducia dei consumatori" e a maggio 2024 per la voce "Indice del clima di fiducia nel settore immobiliare". Quest'ultimo indice riassume un insieme di indicatori relativi a investimenti, capitale, area e vendite nel settore dell'edilizia residenziale.

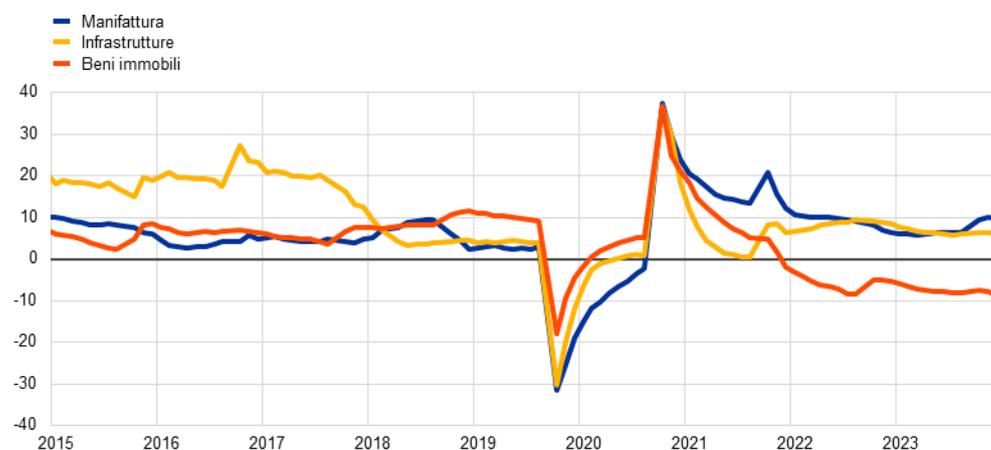
L'attuale crisi del mercato immobiliare renderà probabilmente gli investimenti futuri meno orientati al mercato interno

**La crisi immobiliare ha gravemente compromesso uno dei tre pilastri principali della crescita degli investimenti.** Gli investimenti fissi totali in Cina erano rappresentati in misura predominante da tre categorie, pressoché uguali per dimensioni: infrastrutture, immobili e manifattura. La rapida crescita del settore dell'edilizia residenziale ha coinciso sempre più con l'aumento dei livelli di leva finanziaria tra i costruttori, mentre in un numero crescente di regioni le abitazioni disponibili iniziavano a superare la domanda. Nel 2020 le autorità cinesi hanno adottato dei provvedimenti volti a ripristinare l'equilibrio e diminuire il livello di rischio nel settore. Insieme alle nuove restrizioni imposte sulla leva finanziaria, le politiche di riduzione del rischio sono concepite anche per ottenere una diminuzione duratura dell'entità complessiva del settore in termini di percentuale del PIL. Il ridimensionamento del settore, in un contesto di crisi di liquidità tra i costruttori, ha fatto sì che alla fine del 2021 la crescita degli investimenti nel settore immobiliare in termini reali divenisse negativa (cfr. il grafico 4). Senza il pilastro degli investimenti immobiliari, il modello di crescita basato sugli investimenti dipende ora in misura più significativa da quelli in infrastrutture e manifattura per sostenere l'espansione economica.

## Grafico 4

### Investimenti fissi per settore

(crescita sui dodici mesi, da inizio anno)



Fonte: istituto nazionale di statistica cinese.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2024.

**Rispetto agli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, quelli nelle infrastrutture e nell'industria manifatturiera hanno maggiori probabilità di essere orientati all'esportazione.** La spinta della Cina a diventare autosufficiente e a sviluppare ulteriormente il suo settore dell'alta tecnologia implica un cambiamento nella spesa per infrastrutture. Questa sarà meno incentrata sulla costruzione di strade e ponti e più sulla costruzione di nuove infrastrutture destinate a settori in via di sviluppo, quali le reti di telecomunicazioni, le reti ferroviarie ad alta velocità e le strutture per la ricerca e lo sviluppo, che sostengono l'industria manifatturiera di livello avanzato. Gli annunci più recenti da parte del governo cinese di costruire "nuove forze produttive" al fine di rafforzare la crescita erano indirizzati a questi settori. Nello specifico, il governo mira a sostenere i comparti che si occupano di nuove tecnologie, quali veicoli elettrici (VE), tecnologia microchip e nuovi materiali. Date le modeste prospettive per la domanda interna causate dall'attuale debolezza del settore immobiliare, nei prossimi anni questa capacità produttiva aggiuntiva si concretizzerà in misura significativa nel settore delle esportazioni, il che potrebbe avere implicazioni importanti per i partner commerciali della Cina.

## Riquadro 1

### Prospettive di crescita a lungo termine della Cina

a cura di Sergiu Dinu e Seng Guan Toh

Nell'ultimo decennio si è assistito a un rallentamento della traiettoria di crescita della Cina, soprattutto in seguito alla crisi finanziaria mondiale. Con l'allinearsi dei livelli di reddito cinesi a quelli delle economie più avanzate, si prevede un ulteriore rallentamento, in modo simile a quanto già avvenuto in altri paesi in rapida crescita dell'Asia orientale. Anche l'andamento demografico sembra suggerire una minore crescita potenziale, in quanto la popolazione cinese è in calo e aumentano i vincoli esterni (ad esempio dazi e controlli sulle esportazioni imposti dalle economie avanzate), che potrebbero ostacolare i tentativi del paese di allinearsi alla frontiera tecnologica.

Il presente riquadro riassume i risultati di un'analisi delle prospettive di crescita della Cina a più lungo termine, per individuare diversi fattori strutturali nel modello di crescita di tale paese<sup>4</sup>.

L'analisi è stata condotta sulla base di un modello costruito su un'estensione del sistema di crescita neoclassico, che implica un processo di recupero della produttività totale dei fattori (PTF), descrivendo il modo in cui la Cina si sta avvicinando alla frontiera tecnologica mondiale (rappresentata dagli Stati Uniti)<sup>5</sup>. Tale modello utilizza i dati dal 1995 al 2019 della Penn World Table ed è calibrato per confrontare dati storici sull'andamento del lavoro, sul capitale e sulla PTF. I risultati dell'analisi evidenziano l'importanza sia dell'andamento demografico sia della produttività come fattori strutturali per comprendere e affrontare le sfide connesse alla crescita della Cina.

Uno scenario di base valuta la potenziale crescita economica a lungo termine in considerazione delle seguenti ipotesi: un tasso di partecipazione alla forza lavoro stabile, andamenti demografici basati su previsioni ONU di media fertilità e PTF che prosegue in base alle proprie tendenze storiche<sup>6</sup>. Le proiezioni di base indicano che l'invecchiamento e la tendenza al ribasso della crescita della produttività porterebbero a un calo del tasso di crescita annuo del PIL dal 5,3 per cento nel 2025 al 3,7 nel 2035<sup>7</sup>. In altre parole, i due fattori strutturali citati ridurrebbero il tasso di crescita annuo di 1,6 punti percentuali nel corso del decennio fino al 2035. Le proiezioni di base sono necessariamente soggette a un elevato grado di incertezza. Per valutare l'impatto delle variazioni nello scenario di base, le proiezioni vengono confrontate con due scenari alternativi, che quantificano l'impatto di sviluppi strutturali più avversi sul tasso di crescita del PIL. Si tratta di: a) andamenti demografici meno favorevoli, che riflettono un calo più marcato del tasso di fecondità, e b) uno scenario di rallentamento della crescita della PTF più sfavorevole, basato su uno studio della Banca asiatica di sviluppo, a cui si aggiungono ulteriori deflussi di investimenti diretti esteri (IDE), che si presume risultino dalla frammentazione delle catene globali del valore (CGV)<sup>8</sup>.

Il rapido cambio di tendenza della Cina verso un calo demografico minaccia di limitare la disponibilità di manodopera. Le conseguenze dell'ormai estinta politica del figlio unico in Cina aggravano le attuali problematiche di fertilità in diminuzione e squilibrio tra i sessi, che hanno contribuito al calo della popolazione nel 2022, per la prima volta dal 1960. Nel medio termine si attende che un'evoluzione demografica meno ottimistica, sotto forma di una minore crescita della popolazione, porti, nell'arco di dieci anni, a una riduzione del tasso di crescita aggregato del PIL in ragione d'anno di oltre 0,2 punti percentuali, rispetto allo scenario di base (cfr. la tavola A).

La capacità della Cina di rinforzare la propria base tecnologica deve affrontare i rischi derivanti da un'ulteriore frammentazione delle CGV. Inoltre, un'ulteriore incertezza relativa ai rischi regolamentari e geopolitici coincide con un aumento dei deflussi di IDE. Un aumento nella frammentazione delle CGV potrebbe determinare ulteriori deflussi di IDE, nonché spingere il

<sup>4</sup> Cfr. Dinu, S. e Toh, S.G., "China's structural growth prospects - scenario analysis with demographics and productivity", *Working Paper Series*, Banca centrale europea, di prossima pubblicazione.

<sup>5</sup> Cfr. Fernández-Villaverde, J., Ohanian, L. E. e Yao, W., "The Neoclassical Growth of China", *Working Paper Series*, n. 31351, National Bureau of Economic Research, giugno 2023. Questo modello consente di simulare scenari che quantifichino l'impatto di elementi strutturali e di lungo periodo sul tasso di crescita del PIL in Cina.

<sup>6</sup> L'ultimo report [World Population Prospects](#), che illustra tendenze e proiezioni demografiche, è stato pubblicato dalle Nazioni Unite nel 2022.

<sup>7</sup> Si noti che il tasso di crescita previsto dalle proiezioni misura la potenziale crescita strutturale a lungo termine sottostante e, quindi, non include gli effetti unici della pandemia di COVID-19 e neppure recenti determinanti cicliche, come ad esempio il rallentamento del mercato immobiliare o le politiche di stimolo.

<sup>8</sup> Cfr. Peschel, D. e Liu, W., "The Long-Term Growth Prospects of the People's Republic of China", *Working Paper Series*, n. 54, Banca asiatica di sviluppo, dicembre 2022. Le proiezioni degli autori sulla PTF della Cina incorporano informazioni aggiuntive in merito alle sfide relative ai progressi tecnologici.

rallentamento della crescita della PTF. Ciò potrebbe a sua volta determinare una flessione di 0,6 punti percentuali del tasso di crescita del PIL di base su un orizzonte di dieci anni.

## Tavola A

### Crescita strutturale a lungo termine della Cina

(in percentuale)

Anno	Scenario di base	Demografia – Minore fecondità	Rallentamento della PTF – Deflussi di IDE 2021-2026
2030	4,4%	4,2% (-0,2 p.p.)	3,7% (-0,7 p.p.)
2035	3,7%	3,5% (-0,2 p.p.)	3,1% (-0,6 p.p.)
2040	3,2%	2,9% (-0,3 p.p.)	2,6% (-0,6 p.p.)
2050	2,2%	1,9% (-0,3 p.p.)	1,8% (-0,4 p.p.)

Fonti: Penn World Table 10.01, ONU, OCSE, Peschel e Liu, op. cit., State Administration of Foreign Exchange of China, elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: i numeri tra parentesi corrispondono alle variazioni in punti percentuali (p.p.) delle proiezioni degli scenari rispetto a quelle di base.

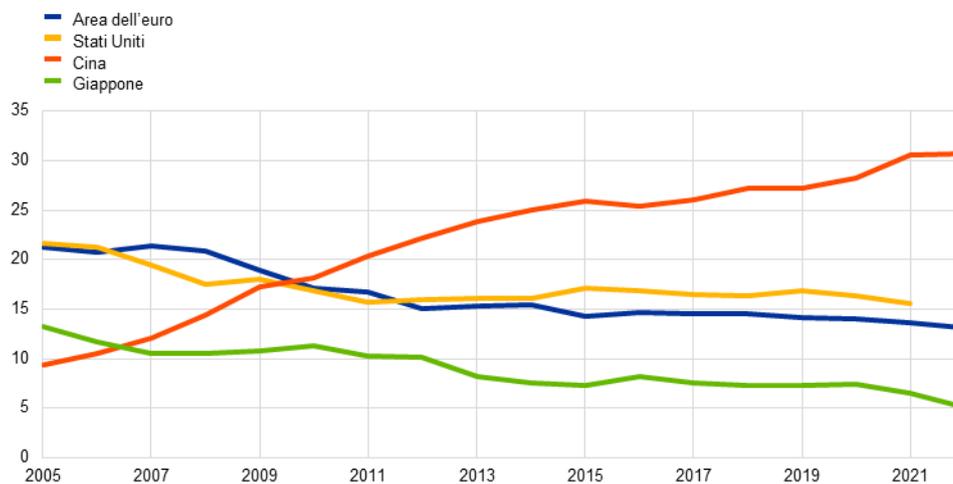
## 3 Sviluppo della capacità produttiva nel settore manifatturiero cinese

**L'aumento della capacità produttiva della manifattura in Cina è senza precedenti nel confronto storico.** La quota della Cina nella produzione manifatturiera lorda mondiale è salita dal 5 al 35 per cento nel periodo 1995-2023 e il prodotto manifatturiero cinese attualmente supera quello dei successivi nove paesi leader della manifattura considerati insieme (cfr. il grafico 5). Tale crescita senza precedenti della capacità produttiva non solo ha avuto effetti positivi per il mercato interno cinese, ampio e in crescita, ma ha anche coinciso con un rapido aumento delle esportazioni manifatturiere mondiali, che sono passate dal 3 al 20 per cento tra il 1995 e il 2020. Se la Cina ora intende investire ulteriormente nelle capacità produttive, si pone il problema dell'assorbimento, interno o esterno, della capacità aggiuntiva.

## Grafico 5

### Quote per paese o area del valore aggiunto nella manifattura mondiale

(quota percentuale)



Fonte: Banca mondiale

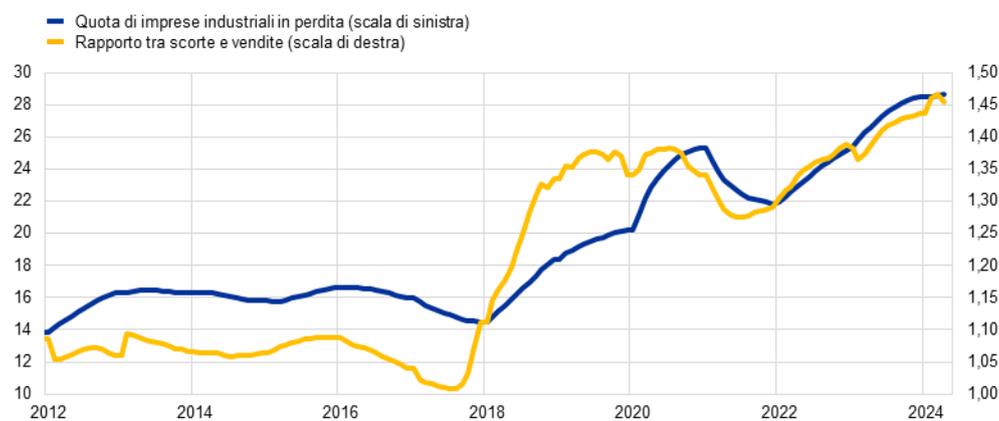
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 2021 per gli Stati Uniti e al 2022 per le altre voci.

**Vi sono segnali della creazione di distorsioni nel mercato cinese a causa del recente aumento di prodotto nel settore manifatturiero.** L'offerta delle imprese industriali cinesi ha superato la domanda, determinando un accumulo di scorte e una flessione dei prezzi, che, in ultima analisi, risulta in una riduzione della redditività delle imprese. Dal 2018 il numero delle imprese in perdita è raddoppiato, al 28 per cento, con un contemporaneo aumento del rapporto tra scorte e vendite (cfr. il grafico 6).

## Grafico 6

### Imprese in perdita e scorte

(quota percentuale e rapporto, media mobile a 12 mesi)



Fonti: istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il rapporto tra scorte e vendite si riferisce al rapporto tra le scorte alla fine del mese e i proventi di gestione mensili delle imprese industriali cinesi. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2024.

**I partner commerciali della Cina hanno espresso in modo sempre più chiaro i propri timori in materia di parità concorrenziale, giacché le eccedenze produttive sono spesso collegate a un sostegno pubblico di vasta portata.**

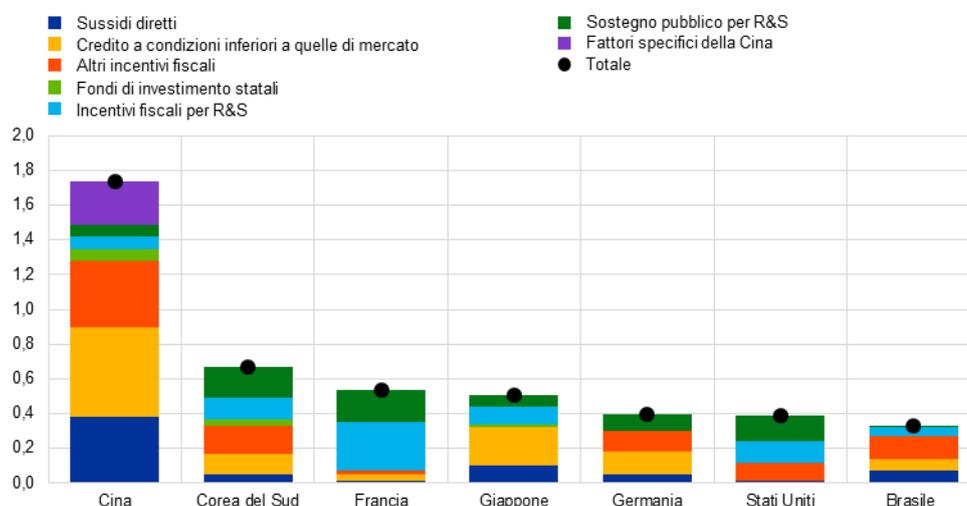
Le misure di politica industriale adottate dalla Cina rappresentano una quota molto maggiore del PIL rispetto ad altre economie (cfr. il grafico 7). I sussidi diretti rappresentano solo una piccola parte di tutte le misure, mentre sono molto più frequenti le sovvenzioni indirette, come ad esempio accesso preferenziale ai prestiti, costi di finanziamento inferiori e assegnazione di terreni<sup>9</sup>. Tali agevolazioni sono fruibili in misura predominante da imprese pubbliche e aziende private collegate allo Stato, mentre le società completamente private e quelle straniere non godono dello stesso accesso preferenziale<sup>10</sup>.

## Grafico 7

### Politiche industriali nazionali a confronto

#### Sussidi statali in percentuale del PIL

(quota percentuale e contributi in punti percentuali)



Fonte: Center for Strategic and International Studies.

Note: le stime si riferiscono al 2019. Per ulteriori dettagli, cfr. DiPippo, G. et al., "Red ink: estimating Chinese industrial policy spending in comparative perspective", Center for Strategic and International Studies, maggio 2022.

## Rilevazione della capacità produttiva in eccesso nei settori della manifattura in Cina

### Segnali di un aumento dell'eccesso di capacità produttiva possono

**concretizzarsi in diverse forme nei vari settori.** L'accumulo di capacità in eccesso può essere definito come un livello di produzione che non può essere assorbito dalla domanda a prezzi correnti. Un aumento del prodotto comporterebbe pertanto scorte maggiori, vendite a prezzi inferiori, o una combinazione di entrambe le cose.

In questa sede vengono forniti tre tipi di prove dell'esistenza di capacità in eccesso in Cina, ossia: una panoramica per settore delle scorte e degli utili cinesi, i dati desunti dall'edizione più recente dell'indagine presso le imprese europee in Cina, nonché un'analisi VAR strutturale di tipo bayesiano delle esportazioni cinesi.

<sup>9</sup> Le politiche del governo cinese volte a promuovere le imprese nei settori strategici corrispondono per lo più a due iniziative: l'iniziativa "Made in China 2025", che mira a promuovere le industrie altamente tecnologiche, e l'iniziativa "10.000 Little Giants", destinata alle piccole e medie imprese.

<sup>10</sup> Per ulteriori dettagli, cfr. García-Herrero, A. e Schindowski, R., "Unpacking China's industrial policy and its implications for Europe", *Working Paper*, numero 11, Bruegel, 13 maggio 2024.

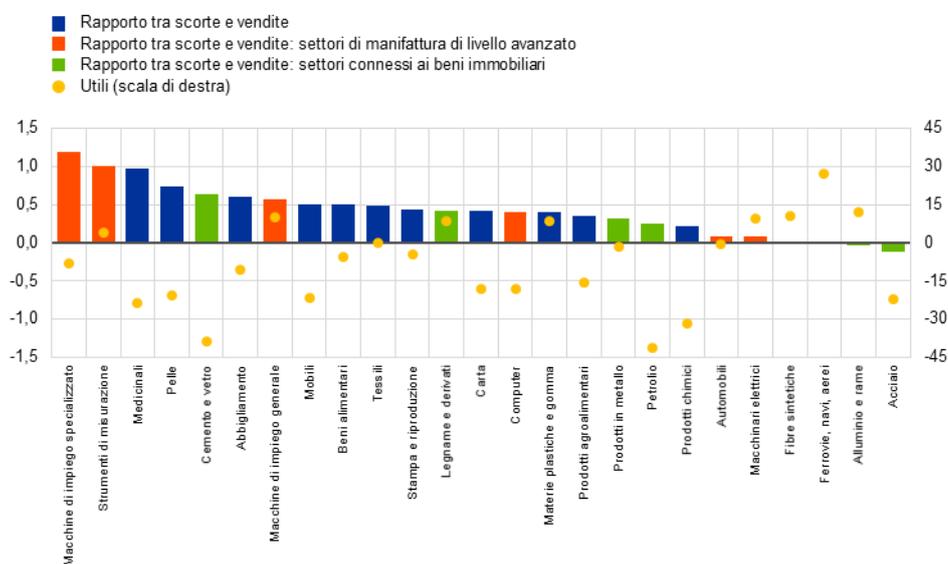
In primo luogo, si rileva che in un'ampia gamma di settori, che nel loro insieme rappresentano la maggior parte del settore manifatturiero cinese, il rapporto tra scorte e vendite è aumentato, a sottolineare il fatto che il prodotto interno cinese attualmente è interessato da un'espansione più veloce rispetto alle vendite (cfr. il grafico 8). Ciò è particolarmente evidente per i settori legati ai beni immobili, che hanno dovuto fare fronte a un calo improvviso e marcato della domanda interna (in particolare nelle industrie del cemento, dell'acciaio e dei prodotti in metallo). Inoltre, l'esistenza di capacità in eccesso e dei relativi effetti disinflazionistici è stata confermata dai risultati di recenti indagini. In una di queste, condotta recentemente dalla Camera di commercio dell'Unione europea in Cina, oltre un terzo delle aziende europee partecipanti ha segnalato di aver riscontrato un eccesso di capacità produttiva nel proprio settore nell'anno precedente, adducendo come principale ragione l'eccesso di investimenti<sup>11</sup>. Inoltre, nei settori in cui si è riscontrato un eccesso di capacità, i prezzi tendevano a diminuire. Nel complesso emerge che nei casi in cui la domanda interna non può assorbire il prodotto aggiuntivo, le imprese cercheranno di indirizzare questo eccesso di capacità verso i mercati delle esportazioni, spesso abbassando i prezzi.

## Grafico 8

### Eccesso di capacità produttiva nei settori cinesi

#### Variatione dei rapporti tra scorte e vendite e tassi di crescita degli utili

(variazione e variazione in punti percentuali tra il 2023 e il 2015-2019)



Fonti: istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: gli istogrammi rossi si riferiscono ai settori classificati come "manifattura di livello avanzato", mentre quelli verdi ai settori strettamente connessi al settore immobiliare. I settori rimanenti sono mostrati in blu.

**La crescita del prodotto cinese è riconducibile prevalentemente a fattori dal lato dell'offerta.** Come terza prova dell'esistenza di eccesso di capacità produttiva, è stata condotta un'analisi strutturale bayesiana di tipo VAR, al fine di distinguere i fattori dal lato della domanda da quelli dal lato dell'offerta nella crescita delle

<sup>11</sup> Cfr. [Business confidence survey 2024](#), Camera di commercio dell'Unione europea in Cina, maggio 2024.

esportazioni cinesi<sup>12</sup>. In base ai risultati, nei settori connessi ai beni immobili, quali quelli dell'acciaio e di altri metalli, le esportazioni nello scorso anno sono state quasi interamente determinate da fattori dal lato dell'offerta, mentre la domanda estera è rimasta sostanzialmente neutra o negativa (cfr. il pannello a) del grafico 9).

Andamenti analoghi si possono osservare per le esportazioni di veicoli a motore (cfr. il pannello b) del grafico 9). Più in generale, nel confronto della quota di fattori dal lato dell'offerta nelle esportazioni per settore, si riscontra che, rispetto al periodo compreso tra il 2017 e il 2019, nello scorso anno è aumentata la rilevanza dell'offerta nelle esportazioni di una serie di settori (cfr. il pannello c) del grafico 9). Secondo i risultati, la quota della domanda estera è in calo soprattutto nelle esportazioni dei settori connessi ai beni immobili e nella manifattura di livello avanzato.

---

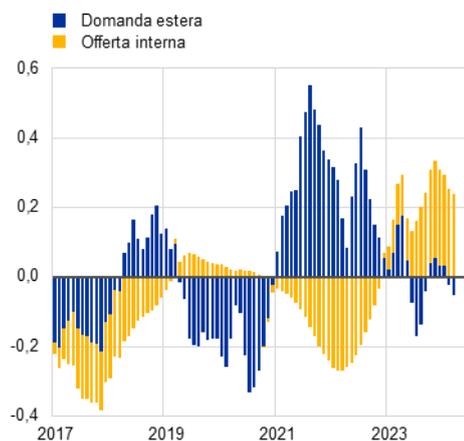
<sup>12</sup> L'analisi bayesiana di tipo VAR scompone gli shock dal lato dell'offerta e della domanda nella crescita delle esportazioni cinesi. Gli shock strutturali sono individuati mediante restrizioni di segno, stimate utilizzando campioni mensili tra gennaio 2012 e marzo 2024. In particolare, gli shock dal lato della domanda estera aggregata sono individuati ipotizzando che le esportazioni in termini reali e i prezzi all'esportazione si muovano nella stessa direzione, mentre gli shock dal lato dell'offerta interna aggregata ipotizzano il loro movimento in direzioni opposte.

## Grafico 9

### Scomposizione di tipo BVAR degli shock storici delle esportazioni cinesi

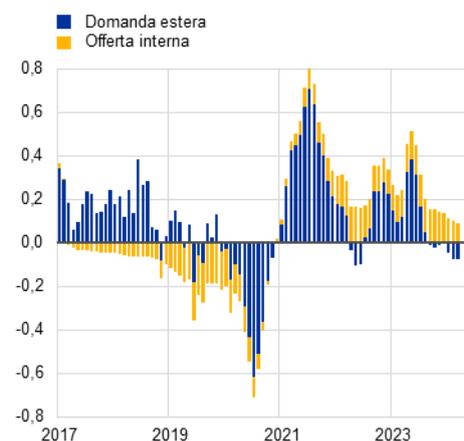
#### a) Fattori dal lato della domanda estera e dell'offerta interna cinese nelle esportazioni di acciaio e di altri metalli

(deviazione percentuale dalla media e contributi in punti percentuali, sui dodici mesi)



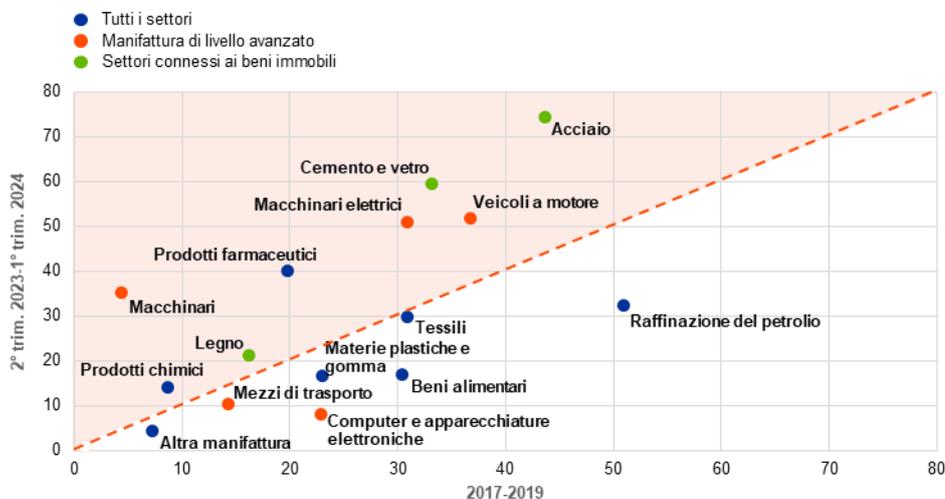
#### b) Fattori dal lato della domanda estera e dell'offerta interna cinese nelle esportazioni di veicoli a motore

(deviazione percentuale dalla media e contributi in punti percentuali, sui dodici mesi)



#### c) Variazione del contributo fornito dall'offerta interna per settore

(quota percentuale degli shock dal lato dell'offerta interna nelle deviazioni totali dalla media)



Fonti: istituto nazionale di statistica cinese ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i pannelli a) e b) mostrano la distribuzione mediana a posteriori della scomposizione storica delle esportazioni cinesi in termini di deviazione dalla sua condizione iniziale. Tutte le variabili sono misurate in livelli logaritmici, mentre il grafico mostra la scomposizione in tassi di crescita sui dodici mesi. Nel pannello c) l'asse delle ascisse misura la quota di shock dal lato dell'offerta interna in termini di deviazione totale dalla media tra il 2017 e il 2019, sulla base di una scomposizione di tipo BVAR degli shock storici. L'asse delle ordinate mostra la quota media tra il secondo trimestre del 2023 e il primo trimestre del 2024. Per i settori al di sopra della linea diagonale, si potrebbe dedurre che i fattori dal lato dell'offerta interna siano alla base dell'aumento delle esportazioni e, di conseguenza, più probabilmente dell'aumento della capacità produttiva in eccesso. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024.

## 4 Implicazioni a livello mondiale delle politiche di investimento cinesi

**Gli sforzi della Cina a investire ulteriormente nelle capacità produttive dei settori con un elevato livello di sussidi hanno delle implicazioni a livello mondiale per i suoi partner commerciali.** Nella misura in cui il prodotto aggiuntivo

non può essere completamente assorbito internamente e la domanda estera si mantiene sostanzialmente costante, una crescita delle esportazioni in Cina necessita di un ulteriore aumento della quota mondiale di esportazioni di manifattura. Considerata la recente imposizione di dazi contro la Cina, un'ulteriore espansione della sua quota di mercato delle esportazioni potrebbe non essere scevra di contestazioni nei mercati mondiali. Inoltre, con la diminuzione dei prezzi o l'aumento delle esportazioni di prodotti soggetti a un elevato livello di sovvenzioni, un incremento delle esportazioni potrebbe determinare degli effetti di propagazione a livello internazionale delle pressioni disinflazionistiche. Tale circostanza potrebbe esacerbarsi qualora le imprese nazionali dei partner commerciali a loro volta diminuissero i prezzi per restare competitivi con le esportazioni cinesi. Infine, con lo sviluppo da parte della Cina delle proprie capacità di manifattura di livello avanzato, principalmente nei settori di tecnologia verde, l'ammontare relativamente maggiore di sussidi statali in Cina potrebbe anche incidere sulla competitività dei partner commerciali in questi comparti di manifattura di livello avanzato, relativamente nuovi e in crescita.

## Impatto sui prezzi dell'area dell'euro per settore

**Un esercizio statico che modellizzi un ulteriore calo dei prezzi all'esportazione cinesi in settori caratterizzati da un eccesso di capacità produttiva avrebbe un impatto al ribasso sui prezzi al consumo dell'area dell'euro, che potrebbe essere amplificato da una successiva diminuzione dei prezzi alla produzione dell'area.**

Al fine di quantificare tale impatto potenziale, si esegue un'analisi settoriale di tipo bottom-up, basata sulle elasticità delle reti produttive internazionali rilevate nelle tavole input-output<sup>13</sup>. L'analisi ipotizza innanzitutto un calo del 30 per cento dei prezzi all'esportazione cinesi nei settori che in base all'analisi di tipo BVAR presentano un eccesso di capacità produttiva<sup>14</sup>. Tale diminuzione dei prezzi è calibrata considerando i passati andamenti nell'industria dei pannelli solari, giacché tale comparto può rappresentare un caso di studio per la potenziale evoluzione di altri settori di tecnologia verde<sup>15</sup>. In base ai risultati della simulazione, il calo dei prezzi all'esportazione cinesi determinerebbe una diminuzione di 0,3 punti percentuali dell'inflazione al consumo dell'area dell'euro. Tale esito consiste in un minore impatto diretto, attraverso il consumo dei prodotti finali cinesi, e in un impatto indiretto maggiore, attraverso i legami degli input intermedi, che riflettono le forti interdipendenze presenti tra l'area dell'euro e le reti produttive cinesi.

Successivamente viene valutato come tale variazione sia amplificata in caso di

<sup>13</sup> Il sistema di rete produttiva ipotizza uno shock tecnologico positivo a carico dei settori cinesi che presentano eccesso di capacità produttiva, che si propaga ai prezzi all'esportazione e in considerazione dell'interdipendenza degli input nelle catene di approvvigionamento. Il sistema ipotizza anche l'esistenza di rigidità nominali, in particolare che esista un certo divario tra prezzi finali e costi marginali, che attutisce l'impatto complessivo sui prezzi dell'area dell'euro.

<sup>14</sup> I settori individuati sono: prodotti farmaceutici, macchinari elettrici, prodotti chimici, metalli di base, veicoli a motore, minerali non metallici, legname e derivati.

<sup>15</sup> Poiché i prezzi dei pannelli solari cinesi sono diminuiti in media del 30 per cento ogni anno tra il 2007 e il 2011 (da 5,5 USD/kW a 1 USD/kW), la simulazione considera un divario simile per valutare l'impatto potenziale massimo sui prezzi al consumo dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli sull'industria dei pannelli solari, cfr. Wen, D., Gao, W., Qian, F., Gu, Q. e Ren, J., "Development of solar photovoltaic industry and market in China, Germany, Japan and the United States of America using incentive policies", *Energy Exploration & Exploitation*, vol.39, numero 5, pagg.1381-1336, settembre 2021.

diminuzione dei prezzi da parte dei produttori dell'area dell'euro in risposta al fatto che i prodotti cinesi siano meno cari. Si considera un calo del 7 per cento nei prezzi alla produzione dell'area. Ciò è calibrato considerando il differenziale nei sussidi pubblici fra Cina e Germania, dal momento che i sussidi tedeschi rappresentano circa un quarto di quelli dei produttori cinesi<sup>16</sup>. Nell'area dell'euro la riduzione dei prezzi alla produzione nei settori presi in esame determina un ulteriore calo di 0,6 punti percentuali dell'inflazione al consumo (cfr. il grafico 10). L'imposizione di dazi potrebbe mitigare tale impatto, ma variare in base ai diversi prodotti e produttori, potenzialmente innescando misure di ritorsione.

---

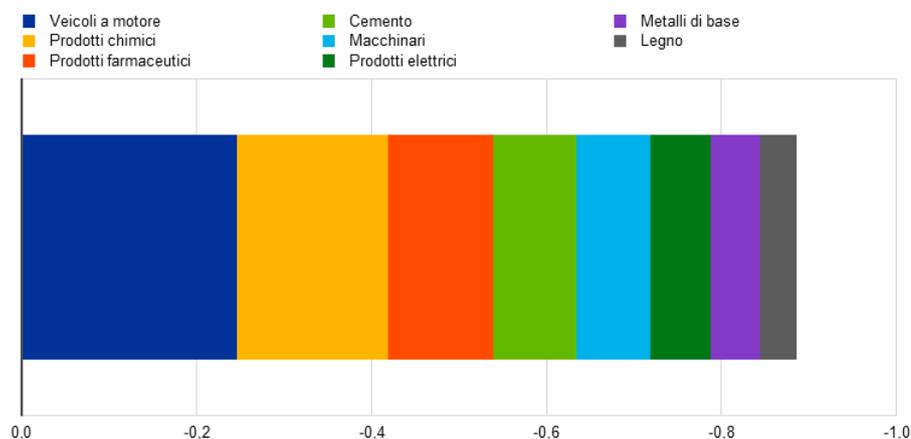
<sup>16</sup> Cfr. anche di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. e Toh, S.G., *Effetti di propagazione all'area dell'euro della recente inflazione negativa in Cina* nel numero 7/2023 di questo Bollettino; cfr. anche il riquadro di Dieppe, A., Frankovic, I. e Liu, M., "È possibile che la Cina esporti disinflazione?", *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, giugno 2024*, BCE.

## Grafico 10

Impatto per settore del calo dei prezzi dell'interscambio cinese sui prezzi dell'area dell'euro

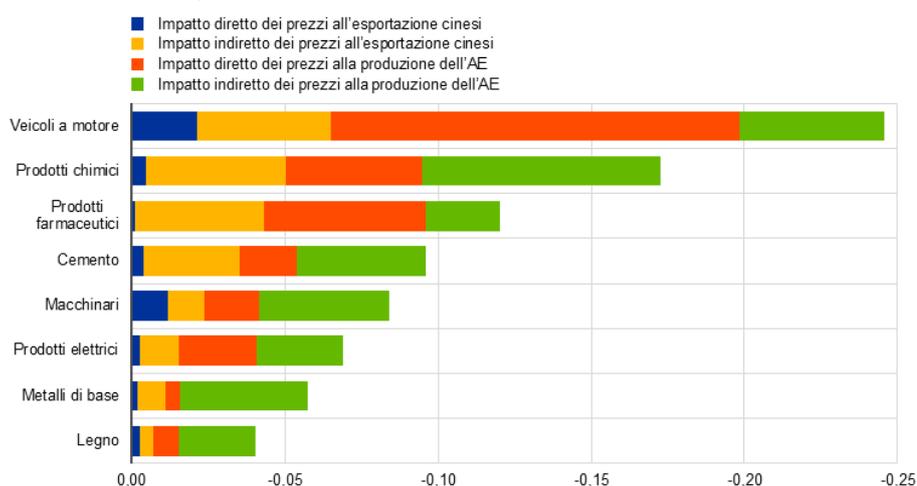
### a) Impatto cumulato e contributo dei singoli settori

(variazioni in punti percentuali)



### b) Impatto sui singoli settori e contributo degli effetti di propagazione diretti e indiretti

(variazioni in punti percentuali)



Fonti: tavole input-output dello scambio di valore aggiunto (Trade in Value Added, TiVA) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra l'analisi basata sulle elasticità delle reti di produzione internazionale rilevate nelle tavole input-output, nonché l'impatto cumulato del calo dei prezzi su quelli al consumo dell'area dell'euro nei settori cinesi in cui è stato precedentemente individuato un eccesso di capacità produttiva (pannello a)) (cfr. l'analisi di tipo BVAR illustrata sopra). Mostra altresì il contributo dei settori individuali (pannello b)). Lo shock positivo connesso alla tecnologia è standardizzato per produrre una diminuzione del 30 per cento dei prezzi all'esportazione cinese in ogni settore e una diminuzione reciproca del 7 per cento dei prezzi alla produzione nell'area dell'euro. Gli istogrammi blu e rossi mostrano l'impatto diretto delle variazioni dei prezzi all'esportazione cinese sui consumi finali nell'area dell'euro, mentre gli istogrammi gialli e verdi mostrano l'impatto indiretto, che tiene anche conto dei legami degli input intermedi. L'ultima osservazione si riferisce al 2020.

## Impatto sulla competitività della Cina

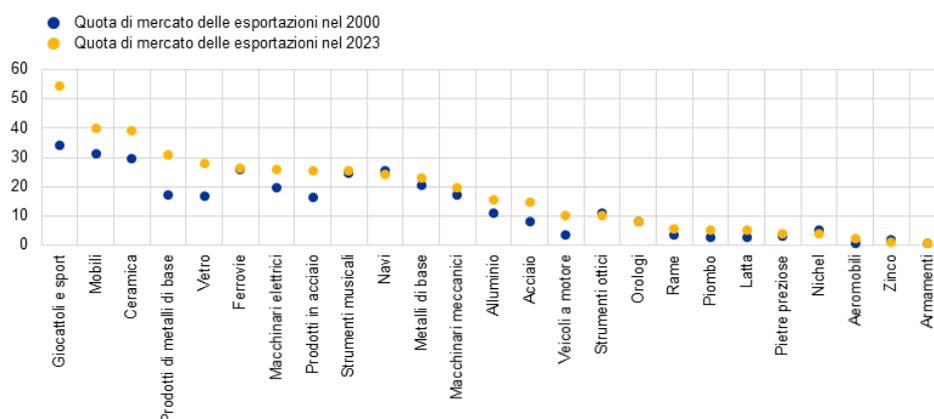
**La quota cinese delle esportazioni mondiali è stata in costante aumento, in particolare nei settori della manifattura di livello avanzato e della tecnologia verde.** Tali ampliamenti della quota di mercato sono riscontrabili in tutti i settori,

inclusi quelli in cui si osservano segnali di capacità in eccesso (cfr. il grafico 11)<sup>17</sup>. L'espansione rapida è particolarmente evidente nei settori che si occupano di nuova tecnologia verde, dove la crescente quota cinese nell'industria dei pannelli solari rappresenta un ammonimento per altre industrie verdi emergenti (cfr. il grafico 12). Al fine di valutare lo scenario potenziale in cui il comparto dei veicoli elettrici segue un percorso analogo a quello dei pannelli solari, il riquadro 2 tenta di quantificare l'impatto potenziale di un calo dei prezzi dei VE pari al 50 per cento sui prezzi e sulle quote di mercato nell'area dell'euro e in altri paesi.

### Grafico 11 Aumento della competitività della Cina

#### Variazioni della quota di esportazioni della Cina

(quota percentuale delle esportazioni totali)



Fonti: Trade Data Monitor, Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (UNCTAD) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

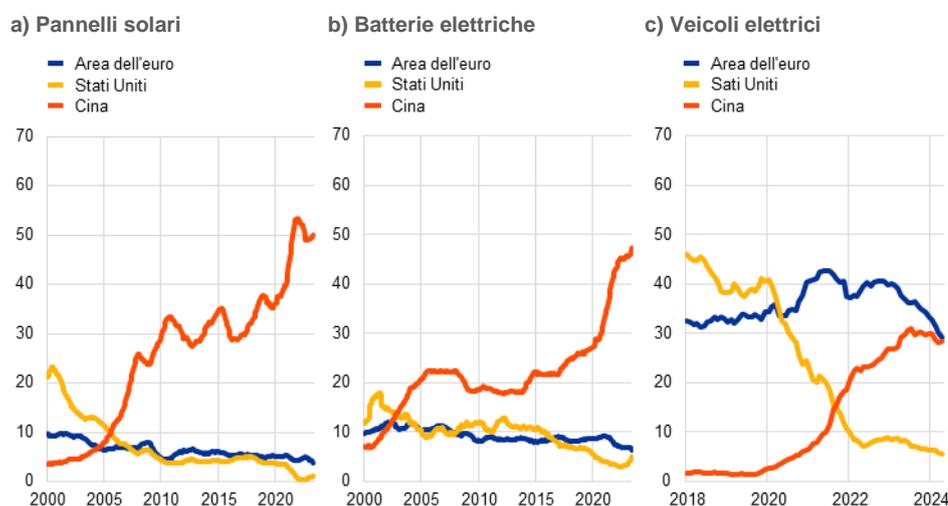
Note: il grafico mostra le variazioni della quota di esportazioni della Cina rispetto al totale delle esportazioni, per settore. Le ultime osservazioni si riferiscono al 2023 e al 2022.

<sup>17</sup> Cfr. l'analisi di Jean, S. et al. in "Dominance on World Markets: the China Conundrum", Policy Brief, n. 44, CEPII Research Center, dicembre 2023. Questo documento mostra che, se si considera una classificazione armonizzata dell'interscambio maggiormente dettagliata, la quota di mercato delle esportazioni cinesi ha superato il 50 per cento per più di 600 prodotti. A titolo di confronto, gli Stati Uniti avevano 100 prodotti dominanti, mentre l'UE 300.

## Grafico 12

### Variazioni nella quota di mercato dei settori legati alla tecnologia verde in Cina, area dell'euro e Stati Uniti

(quota percentuale delle esportazioni totali)



Fonti: Trade Data Monitor ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra le quote di esportazioni sul totale nei vari settori legati alla tecnologia verde. I dati si riferiscono a flussi commerciali in dollari statunitensi. Le esportazioni dall'area dell'euro escludono l'interscambio tra paesi appartenenti all'area. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2024.

### La Cina ha aumentato la propria competitività in settori che finora erano di dominio delle economie avanzate.

Insieme alla quota di mercato, è in aumento anche il valore aggiunto della Cina nelle catene globali del valore<sup>18</sup>. Il maggiore valore aggiunto sta rafforzando la competitività della Cina, esponendo alla concorrenza in più settori le economie avanzate, che vedono la Cina sviluppare gradualmente un vantaggio comparato nei settori in cui sono specializzate. In particolare negli ultimi 20 anni la Cina è diventata sempre più competitiva in settori precedentemente appannaggio delle altre economie avanzate (cfr. il grafico 13). Tra queste economie, l'Italia sembra essere quella più esposta, perché la Cina ha aumentato la propria capacità concorrenziale in 60 settori in cui l'Italia presenta un vantaggio comparato. D'altro canto, la Germania ha registrato il maggiore aumento dell'esposizione alla competitività cinese, che è passata da 20 settori nel 2000 a 50 nel 2022.

### L'obiettivo della Cina di rafforzare la propria autonomia si ripercuoterà sulla relativa domanda di importazioni e sulla sua competitività nei mercati dei paesi terzi.

La Cina sta cercando di ridurre la propria dipendenza dai partner commerciali mondiali attraverso una riduzione delle importazioni e un'integrazione verticale delle proprie catene di valore<sup>19</sup>. Grazie alla graduale sostituzione dei beni importati con

<sup>18</sup> Il valore aggiunto delle esportazioni cinesi rispetto all'UE sta aumentando. Ciò è particolarmente evidente nelle industrie che dipendono dagli input cinesi nell'ambito delle catene di approvvigionamento internazionali, quali metalli di base, prodotti chimici e apparecchiature elettriche. Per ulteriori dettagli, cfr. Vandermeeren, F., "Understanding EU-China economic exposure", *Single Market Economics Briefs*, n. 4, Commissione europea, 17 gennaio 2024.

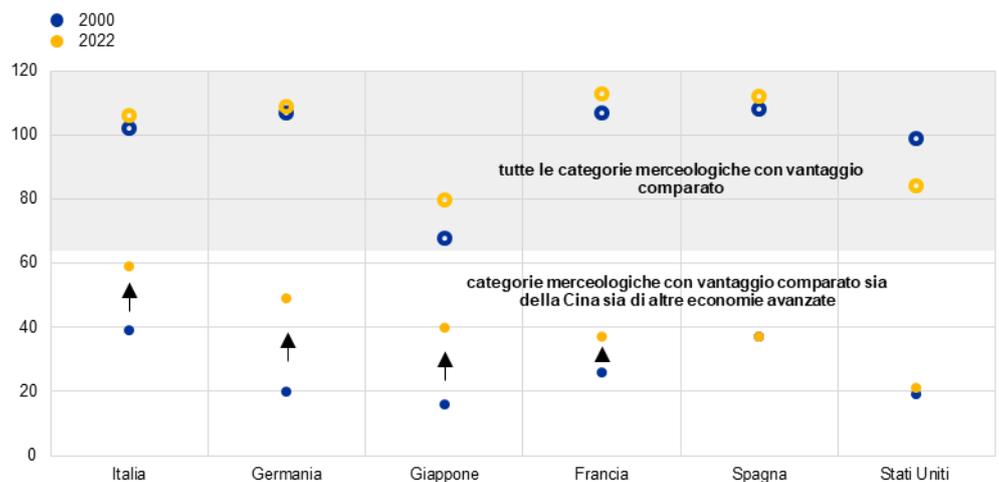
<sup>19</sup> La Cina possiede intere catene di valore, che vanno dalle miniere di materie prime ai processi finali di produzione di tecnologie specifiche, quali droni e veicoli elettrici. Per ulteriori dettagli, cfr. Arjona, R. et al., "An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities", *Single Market Economics Papers*, n. 14, Commissione europea, 18 aprile 2023.

quelli prodotti internamente, la domanda della Cina di beni industriali di importazione diminuirà. Un aumento della produzione interna di beni industriali comporterà altresì maggiore capacità concorrenziale cinese nei mercati delle esportazioni dei paesi terzi. Entrambi questi fenomeni eserciteranno una pressione al ribasso sulla bilancia commerciale dei paesi che esportano beni industriali, come l'area dell'euro. Nel contempo, la variazione della bilancia commerciale probabilmente influenzerà il tasso di cambio del renminbi, che compenserà in parte la maggiore competitività di prezzo cinese.

### Grafico 13 Maggiore competitività cinese

#### Paesi esposti alla maggiore competitività cinese

(numero di categorie merceologiche con vantaggio comparato)



Fonti: Conferenza delle Nazioni Unite per il commercio e lo sviluppo (UNCTAD) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra il vantaggio comparato, basandosi sull'indice di vantaggio comparato rivelato, che misura il rapporto tra la quota di esportazioni di un paese in una particolare categoria merceologica, rispetto alle esportazioni totali, nonché la stessa quota rispetto al totale mondiale. Un paese ha un vantaggio comparato se il valore di tale rapporto supera 1. L'ultima osservazione si riferisce al 2022.

### Impatto sui prezzi dei concorrenti

**La concorrenza cinese creerà inoltre ulteriori pressioni disinflazionistiche attraverso l'emergere di effetti di secondo impatto dovuti all'obbligo imposto ai concorrenti di abbassare i prezzi dei loro prodotti.** Sebbene le eccedenze produttive cinesi in alcuni settori potrebbero non influenzare direttamente le quote di mercato delle imprese nelle economie avanzate, ne potrebbe comunque derivare una riallocazione della produzione dai mercati terzi alla Cina, con una conseguente diminuzione generale dei prezzi di tali prodotti. Nel contempo, la competitività dei prezzi cinesi potrebbe costringere anche i produttori nelle economie avanzate ad abbassare i prezzi. Entrambe queste circostanze potrebbero far scaturire degli effetti di secondo impatto sui prezzi al consumo nelle economie avanzate.

## Riquadro 2

### Una valutazione basata su modelli delle ricadute delle sovvenzioni cinesi per i veicoli elettrici

a cura di Maria Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Bernardo de Castro Martins e Baptiste Meunier

La Cina sovvenziona in misura crescente i produttori di veicoli elettrici (VE), ripetendo quanto avvenuto per il settore dei pannelli solari, in cui è divenuta leader a livello mondiale grazie ai massicci aiuti statali. In totale, si stima che i sussidi all'industria in Cina siano da tre a nove volte superiori a quelli delle economie avanzate, pari almeno a 221 miliardi di euro (2 per cento del PIL cinese). Recentemente si è assistito a un incremento molto marcato delle sovvenzioni alle imprese cinesi di tecnologie verdi, in particolare ai produttori di veicoli elettrici<sup>20</sup>. Questo approccio rispecchia il modo in cui la Cina è diventata leader mondiale nell'industria dei pannelli solari, aumentando la propria quota di mercato mondiale dal 5 per cento nel 2000 al 50 per cento nel 2024, grazie a massicce sovvenzioni pubbliche<sup>21</sup>.

Gli effetti di propagazione a livello mondiale sono calcolati per mezzo di un modello avanzato, riferito a più paesi e più settori, gestito su una tavola dettagliata input-output sviluppata di recente. Il modello utilizzato è quello di Baqaee e Farhi (2024), che tiene conto degli effetti di amplificazione degli shock attraverso le reti produttive mondiali e degli effetti di sostituzione tramite il commercio internazionale<sup>22</sup>. Esso consente di simulare la propagazione di shock sia verso i consumatori sia nei confronti dei fornitori e di comprendere quali effetti non lineari derivino da tali shock nei diversi paesi e settori. La metodologia utilizzata è basata sul migliorare il livello di dettaglio delle tavole input-output disponibili nella calibrazione del modello, per isolare i settori verdi, come ad esempio i veicoli elettrici, permettendo così di simulare shock mirati esclusivamente a tali settori e di recuperare l'impatto settoriale sui comparti industriali di interesse<sup>23</sup>. Si applica un ipotetico scenario stilizzato in cui i prezzi relativi dei VE cinesi e delle batterie elettriche diminuiscano del 50 per cento, come conseguenza delle sovvenzioni pubbliche, in linea con le stime del differenziale di prezzo tra i produttori cinesi e quelli dell'Unione europea<sup>24</sup>.

Le massicce sovvenzioni cinesi ridurrebbero il prezzo dei VE per i consumatori in tutto il mondo, ma allo stesso tempo abbatterebbero le produzioni interne di tali veicoli negli altri paesi. Si stima che i VE cinesi fortemente sovvenzionati ridurrebbero il prezzo pagato dai consumatori circa del 30 per cento nel mondo e del 15 nell'UE (cfr. il pannello a) del grafico A). Ciò porterà, a livello mondiale,

<sup>20</sup> Cfr. Bickenbach, F., Dohse, D., Langhammer, R. J. e Liu, W-H. (2024), "Foul Play? On the Scale and Scope of Industrial Subsidies in China", *Kiel Policy Brief*, n. 173. Ad esempio, le sovvenzioni dirette al produttore di automobili BYD sono aumentate da circa 0,2 miliardi di euro nel 2020 a 2,1 miliardi nel 2022.

<sup>21</sup> Cfr. Gang, C., "China's Solar PV Manufacturing and Subsidies from the Perspective of State Capitalism", *The Copenhagen Journal of Asian Studies*, vol. 33, n. 1, pagg. 90-106, giugno 2015.

<sup>22</sup> Baqaee, D. e Farhi, E., "Networks, Barriers, and Trade", *Econometrica*, vol. 92, n. 2. pagg. 505-541, marzo 2024.

<sup>23</sup> Nonostante le tavole input-output siano dettagliate a livello settoriale (ad esempio 45 settori nelle tavole Trade in Value Added (TiVA) dell'OCSE), ciò non è sufficiente per isolare specifici prodotti verdi. I veicoli elettrici, ad esempio, sono aggregati a quelli a motore termico, nel settore veicoli delle tavole TiVa dell'OCSE. La costruzione di tavole di input-output dettagliate si basa su statistiche commerciali a livello di prodotto per scomporre ciascun settore ampio in una tavola iniziale che distingue prodotti verdi e non, secondo la metodologia di Borin, A., Conteduca, F. P., di Stefano, E., Gunnella, V., Mancini, M. e Panon, L., "Trade decoupling from Russia", *International Economics*, vol. 175, pagg. 25-44, ottobre 2023. La metodologia è rinfiata in modo da rilevare specifiche interconnessioni settoriali in Attinasi, M-G., Boeckelmann, L., Borin, A., de Castro Martins, B., Mancini, M. e Meunier, B., "Climate change and trade fragmentation", *non pubblicato*, Banca centrale europea, 2024.

<sup>24</sup> Ad esempio, Rhodium Group stima che il differenziale di prezzo tra i VE tedeschi e cinesi sia circa del 50 per cento. Il modello di Baqaee-Farhi non include un blocco fiscale che simulerebbe le modalità di finanziamento delle sovvenzioni.

a un aumento del 6 per cento della produzione di VE, in un contesto in cui i consumatori sostituiscono i veicoli a motore termico con più convenienti VE; tuttavia, a livello dell'UE, si registrerà un calo pari al 70 per cento della produzione interna, in quanto gli utenti propenderanno per i prodotti cinesi, meno costosi (cfr. il pannello a) del grafico A). Di conseguenza, la Cina aumenterà in misura consistente, di 60 punti percentuali, la propria quota di mercato mondiale nel settore dei VE, a scapito principalmente dei produttori dell'UE, la cui quota si ridurrà di 30 punti percentuali (cfr. il pannello b) del grafico A), di cui 18 relativi ai produttori tedeschi. Questo scenario è molto simile a quanto accaduto nel settore dei pannelli solari, dove le sovvenzioni pubbliche hanno consentito alla Cina di realizzare prodotti più economici e di aggiudicarsi una quota di mercato dominante, mentre i produttori del resto del mondo sono stati costretti a ridimensionare la produzione. Infine, nonostante l'impatto *settoriale* sull'industria dei VE sia considerevole, l'impatto *globale* è limitato: i prezzi al consumo totali diminuirebbero solo dello 0,2 per cento e la produzione complessiva dell'UE scenderebbe solo dello 0,1 per cento, a causa delle dimensioni ridotte dell'industria dei VE.

Le stime illustrate nel presente riquadro dovrebbero costituire un limite massimo per le perdite di quote di mercato nell'area dell'euro, in quanto il modello non tiene conto di potenziali effetti attenuanti. Innanzitutto, i produttori europei potrebbero reagire alle sovvenzioni cinesi in modo endogeno, abbassando i prezzi oppure colmando il divario di competitività tramite più innovazione e digitalizzazione<sup>25</sup>. L'UE potrebbe inoltre imporre dazi compensativi, come ad esempio le nuove tariffe doganali annunciate a giugno 2024, che non sono state tenute in considerazione nel presente riquadro<sup>26</sup>. Al contrario, lo scenario illustra, a parità di condizioni, i rischi correlati alle consistenti sovvenzioni cinesi. In secondo luogo, le preferenze dei consumatori in merito ai VE potrebbero essere meno sensibili ai prezzi di quanto ipotizzato nello scenario del modello. Sebbene il modello di Baqaee-Farhi tenga conto di questa possibilità fissando un'elasticità di sostituzione specifica per prodotto, le stime in letteratura si riferiscono a tutti i veicoli e non specificamente a quelli elettrici<sup>27</sup>. Nel caso in cui la sensibilità ai prezzi per i VE fosse inferiore rispetto a quella per gli altri veicoli, gli effetti di sostituzione favorevoli ai VE cinesi potrebbero risultare sovrastimati.

---

<sup>25</sup> Cfr. anche de Santis, R.A., Neves, P., di Nino, V., Furbach, N. e Neumann, U., *Prospettive di ripresa del settore automobilistico nell'area dell'euro* nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

<sup>26</sup> A seguito dell'inchiesta antisovvenzioni avviata dalla Commissione europea nell'ottobre 2023 sulle importazioni dalla Cina di VE a batteria per il trasporto di passeggeri, nel giugno 2024 sono stati annunciati nuovi dazi sui produttori cinesi di VE, con imposte che vanno dal 17,4 al 37,6 per cento, in aggiunta a un dazio del 10 per cento già in vigore per tutte le automobili elettriche importate dalla Cina.

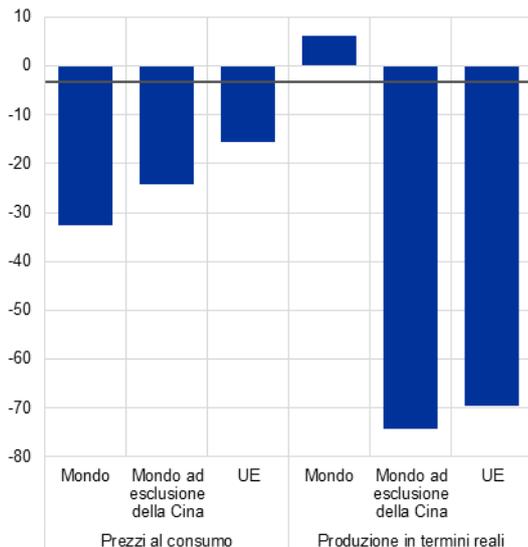
<sup>27</sup> Le elasticità degli scambi commerciali sono basate su Fontagné, L., Guimbard, H. e Orefice, G., "Tariff-based product-level trade elasticities", *Journal of International Economics*, vol. 137, luglio 2022, nonché su Boehm, C.E., Levchenko, A.A. e Pandalai-Nayar, N., "The Long and Short (Run) of Trade Elasticities", *American Economic Review*, vol. 113, n. 4, pagg. 861-905, aprile 2023.

## Grafico A

### Ripercussioni settoriali a livello mondiale delle sovvenzioni cinesi per i VE

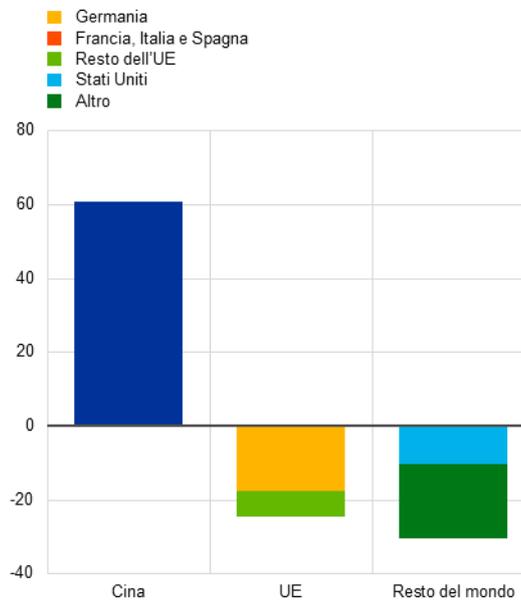
#### a) Prezzi al consumo e produzione in termini reali di VE

(deviazione dall'equilibrio di base, valori percentuali)



#### b) Variazioni nella quota di mercato mondiale dei VE

(punti percentuali)



Fonti: Baqaee e Farhi, op. cit., OCSE, Agenzia internazionale per l'energia, Fally, T. e Sayre, J., "Commodity Trade Matters", *Working paper*, n. 24965, National Bureau of Economic Research, agosto 2018 ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
 Note: l'impatto non lineare viene simulato attraverso 25 iterazioni del modello log-lineare. Le tavole granulari di input-output che isolano i VE sono ottenute secondo la metodologia di Attinasi, M-G. et al., op.cit.

## 5 Osservazioni conclusive

**Il recente approccio politico della Cina, volto ad affrontare la debolezza economica focalizzandosi su un modello di crescita che si basa sugli investimenti e individuando nuove fonti produttive, è destinato ad aumentare l'eccesso di capacità produttiva già esistente.** Poiché i rendimenti marginali degli investimenti sono in calo, la costante attenzione dedicata ai fattori dal lato dell'offerta dell'economia sta determinando un accumulo delle scorte, una diminuzione della redditività e un aumento degli squilibri tra offerta e domanda in molti settori e industrie. In un contesto caratterizzato da una modesta crescita della domanda, gli sforzi per indirizzare le capacità produttive in eccesso verso i mercati delle esportazioni stanno alimentando le tensioni nei rapporti commerciali a livello mondiale.

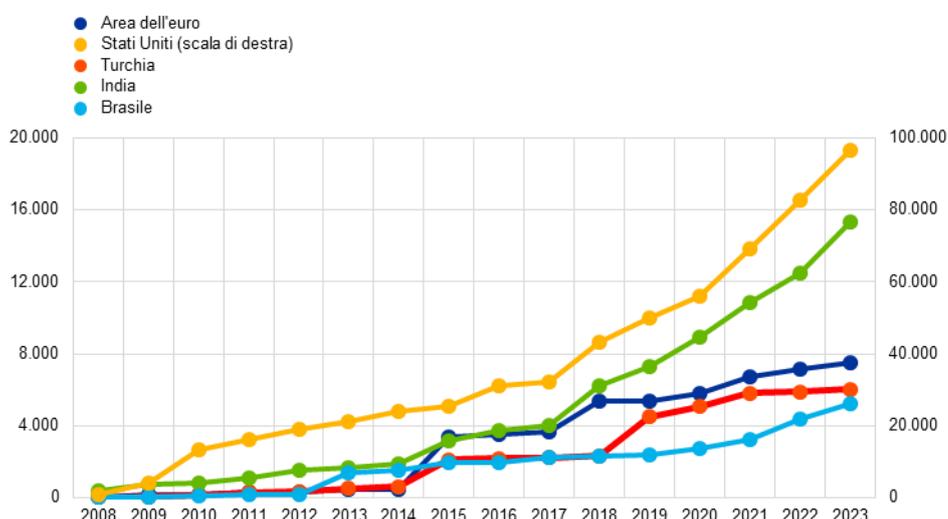
**Le politiche dell'interscambio nei confronti della Cina sono in rapido cambiamento.** Recentemente gli Stati Uniti hanno introdotto un forte aumento dei dazi sulle importazioni dalla Cina, in particolare quelli sui VE cinesi sono passati dal 25 al 100 per cento. Inoltre, anche altri paesi stanno imponendo dazi e barriere non tariffarie maggiori alle importazioni cinesi (cfr. il grafico 14). Nell'UE sono stati adottati molti strumenti di politica commerciale che tengono conto delle

considerazioni in materia di parità concorrenziale negli appalti pubblici, oltre a esaminare le prassi anti-dumping. Le mutevoli dinamiche della politica commerciale si manifestano in modo sempre più evidente anche nei flussi commerciali. Dal 2017-2018 la quota di importazioni dalla Cina sta registrando un calo negli Stati Uniti e in Giappone, nonostante una breve interruzione dovuta alla pandemia, quando la domanda si è dapprima concentrata temporaneamente su prodotti medici e poi su manufatti cinesi. Si è invece continuato a registrare un aumento di tale quota nell'UE, dove si conferma costantemente al di sopra dei livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico 15).

### Grafico 14

#### Provvedimenti commerciali introdotti nei confronti dei prodotti cinesi

(numero di provvedimenti commerciali)



Fonti: Global Trade Alert ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: il grafico mostra i nuovi provvedimenti commerciali introdotti nei confronti di prodotti cinesi sulla base dei codici a sei cifre del Sistema armonizzato (Harmonised System, HS) dal 2008. L'ultima osservazione si riferisce a dicembre 2023.

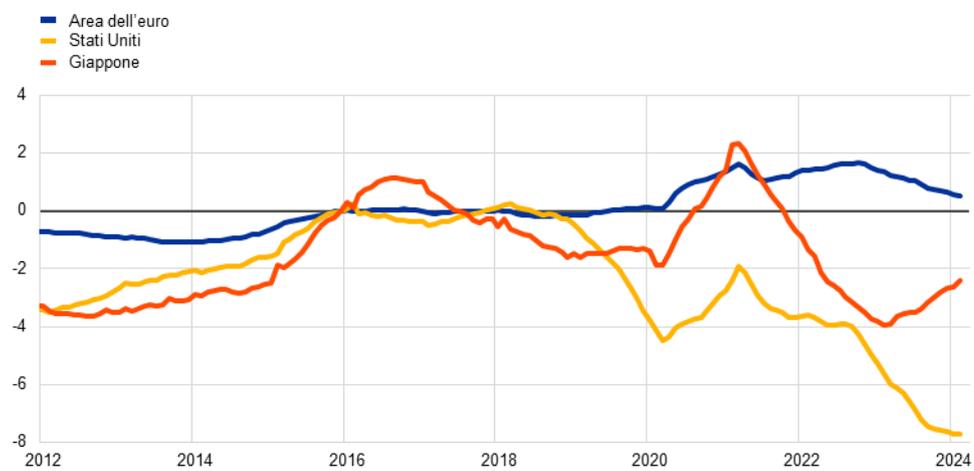
**Date le mutevoli dinamiche della politica commerciale, il ruolo dell'UE quale mercato di esportazione per la Cina potrebbe acquisire rilevanza.** Qualora dei paesi non appartenenti all'UE dovessero chiudere ulteriormente i propri mercati ai prodotti provenienti dalla Cina, quest'ultima potrebbe intensificare i propri sforzi di esportazione verso l'Unione, esacerbando così l'impatto sull'Europa in termini di maggiori pressioni disinflazionistiche, perdita di competitività nei settori di manifattura di livello avanzato e riduzione della quota sia di prodotto sia di esportazioni di manufatti. Considerando gli effetti potenzialmente significativi su prodotto, inflazione e mercati del lavoro, la risposta europea in termini di politica dovrà essere calibrata con attenzione, al fine di garantire condizioni di parità concorrenziale<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Un rapporto della Commissione europea sottolinea come la Cina sia la fonte principale di dipendenza dell'UE, rappresentando circa un terzo di tutti i prodotti segnalati come dipendenze mono origine. Per ulteriori dettagli, cfr. Arjona, R. et al., "An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities", *Single Market Economics Papers*, n. 14, Commissione europea, 18 aprile 2023.

## Grafico 15

### Quote di importazioni dalla Cina

(variazione dal 2015; media mobile a 12 mesi)



Fonti: FMI ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione si riferisce a gennaio 2024

## 2 I conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie dell'area dell'euro

a cura di Nina Blatnik, Alina Bobasu, Georgi Krustev e Mika Tujala

### 1 Introduzione

**Il presente articolo introduce i conti distributivi sulla ricchezza dell'area dell'euro (Distributional Wealth Accounts, DWA), una serie di dati sviluppata dal Sistema europeo di banche centrali (SEBC) che fornisce nuove statistiche sperimentali sulla ricchezza delle famiglie.** I DWA integrano i dati macroeconomici nazionali e le indagini sulle famiglie, fornendo informazioni sulla ricchezza coerenti con i conti settoriali macroeconomici trimestrali (Quarterly Sectoral Accounts, QSA)<sup>1</sup>. L'obiettivo dei DWA è soddisfare il crescente interesse a comprendere le dinamiche della distribuzione della ricchezza nell'area dell'euro e nei vari paesi che ne fanno parte<sup>2</sup>.

**I DWA rivestono particolare interesse per le banche centrali, in quanto consentono l'analisi degli effetti distributivi sulla ricchezza legati agli shock inflazionistici e alla politica monetaria.** I DWA supportano inoltre la strategia di politica monetaria della BCE, che mira a includere una valutazione sistematica dell'interazione bidirezionale tra la distribuzione del reddito e della ricchezza e la politica monetaria<sup>3</sup>. Le famiglie presentano differenze significative per quanto riguarda i livelli e la composizione della ricchezza e il grado di esposizione del loro reddito agli shock economici. Pertanto, le distribuzioni di ricchezza e reddito svolgono un ruolo fondamentale nel determinare la trasmissione della politica monetaria all'attività economica e all'inflazione. Allo stesso tempo, la politica monetaria può avere effetti distributivi eterogenei<sup>4</sup>.

**L'articolo esamina le principali caratteristiche dei DWA e mostra come tali statistiche possano essere utilizzate per analizzare gli effetti distributivi degli shock macroeconomici e della politica monetaria.** La sezione 2 descrive la metodologia utilizzata per compilare i DWA, analizzando le fonti, le tecniche di stima e la disponibilità dei dati. La sezione 3 presenta le principali evidenze empiriche basate su tali dati, documentando le dinamiche della distribuzione e delle componenti della ricchezza nel tempo, a livello di area dell'euro e nei diversi paesi. La sezione 4 analizza il modo in cui le variazioni dei prezzi delle attività influenzano

<sup>1</sup> Parallelamente ai dati DWA in Europa sono attualmente in fase di sviluppo serie di dati analoghe nell'ambito della terza fase della Data Gaps Initiative del G20, in vista della compilazione, entro il 2026, di conti distributivi per i paesi del G20 e per le altre economie partecipanti.

<sup>2</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro 3 *Le recenti determinanti del risparmio delle famiglie secondo la distribuzione della ricchezza* nel numero 3/2022 di questo Bollettino e il riquadro 1 *L'impulso al consumo derivante dai risparmi accumulati durante la pandemia: la rilevanza della composizione* nel numero 4/2023 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr. la *sintesi della strategia di politica monetaria della BCE* sul sito Internet della BCE.

<sup>4</sup> Cfr. Ampudia, M., Georganakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P. e Violante, G., "Monetary policy and household inequality", *Working Paper Series*, n. 2170, BCE, luglio 2018.

la ricchezza delle famiglie lungo la sua distribuzione, a seconda della composizione delle attività e delle passività, ed esamina gli effetti delle variazioni dei prezzi delle attività sulla disuguaglianza. La sezione 5 valuta gli effetti dell'aumento dell'inflazione e del successivo inasprimento della politica monetaria sulla distribuzione della ricchezza, nonché il loro impatto sulla disuguaglianza. La sezione 6 espone le osservazioni conclusive.

## 2 La metodologia dei DWA

**I DWA forniscono tempestive informazioni trimestrali sulla distribuzione della ricchezza, in linea con gli aggregati macroeconomici.** I DWA includono dati sulla ricchezza netta delle famiglie, sulle attività finanziarie e non finanziarie, sulle passività, nonché sulle loro componenti (cfr. la figura 1). Le famiglie sono classificate sulla base della loro ricchezza netta nei cinque decili più ricchi e nel 50 per cento più povero, nonché in base all'occupazione e alla situazione abitativa. I DWA forniscono anche indicatori di disuguaglianza quali l'indice di Gini, la quota di ricchezza netta detenuta dal 5 e dal 10 per cento più ricco e dal 50 per cento più povero, la ricchezza netta media e mediana, nonché i rapporti debito/attività per decile di ricchezza netta. I dati sono disponibili per l'insieme dell'area dell'euro e per tutti i paesi dell'area tranne la Croazia, nonché per l'Ungheria. Le serie temporali per l'area dell'euro sono disponibili a partire dal primo trimestre del 2009, mentre la data iniziale dei DWA per paese varia a seconda della disponibilità delle fonti sui dati distributivi. I dati sono compilati ogni trimestre e pubblicati cinque mesi dopo la fine di ciascun trimestre di riferimento.

### Figura 1

Caratteristiche principali dei DWA: componenti delle attività e delle passività



Fonte: BCE.

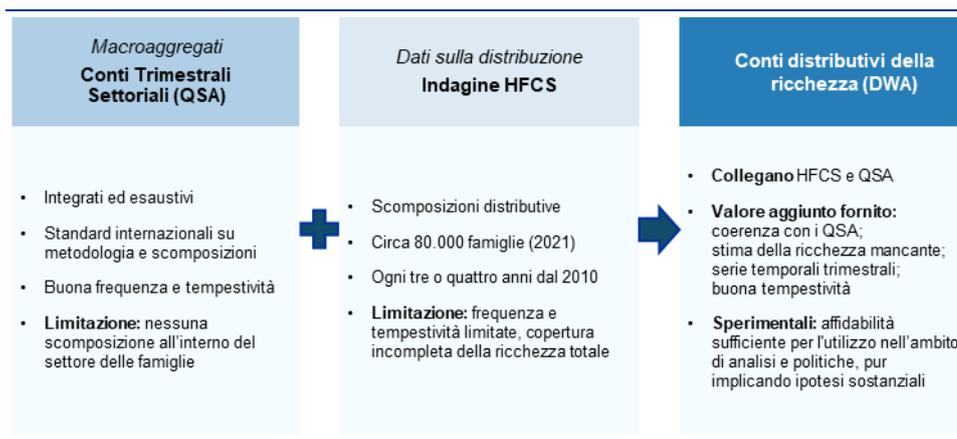
**I DWA sono costruiti integrando le informazioni a livello di famiglia dall'indagine sui bilanci e sui consumi delle famiglie (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) della BCE con quelle dei conti settoriali trimestrali (QSA) macroeconomici (cfr. la figura 2).** I dati macroeconomici mostrano le transazioni e le consistenze finanziarie e non finanziarie per il settore delle famiglie. Le serie temporali iniziano nel 1999 e coprono l'ultimo trimestre di

riferimento con un ritardo di circa tre-quattro mesi. Esse seguono la metodologia del Sistema europeo dei conti (SEC 2010). Per contro, i dati HFCS forniscono informazioni sulla distribuzione della ricchezza fra le famiglie dell'area dell'euro<sup>5</sup>. Sono state pubblicate quattro edizioni dell'indagine, che corrispondono agli anni 2010, 2013, 2017 e 2021. Tali dati sono pubblicati con un ritardo di circa 18 mesi.

**I DWA sfruttano i vantaggi dei conti settoriali e dei dati delle indagini sulle famiglie.** I conti settoriali sono frequenti, tempestivi ed esaustivi, ma mancano di informazioni distributive. Le indagini sulle famiglie sono ricche in termini di informazioni distributive, ma sono limitate da aggiornamenti poco frequenti, da ritardi nella pubblicazione più consistenti e da una copertura incompleta della ricchezza. I DWA colmano queste lacune offrendo dati coerenti con la contabilità nazionale, aderendo agli standard internazionali e fornendo aggiornamenti trimestrali con informazioni tempestive sulla distribuzione analoghe a quelle delle indagini sulle famiglie. I DWA, elaborati da esperti del SEBC, assicurano la compilazione armonizzata dei dati a livello di paese e per l'area dell'euro.

## Figura 2

Caratteristiche principali dei DWA: collegamento tra dati micro e macro sulla ricchezza



Fonte: BCE.

**La sfida per i DWA consiste nell'armonizzare il più possibile l'HFCS e i QSA, utilizzando come riferimenti i concetti di contabilità nazionale e i risultati aggregati dei conti settoriali trimestrali.** La metodologia utilizzata per riconciliare le indagini sulle famiglie e i conti settoriali si articola in una serie di fasi. In primo luogo, per mettere a fattor comune nel miglior modo possibile l'HFCS e i QSA viene definito un concetto di ricchezza specifico per i dati DWA e le singole voci dell'HFCS e dei QSA vengono adeguate di conseguenza. A livello dell'area dell'euro, questo approccio permette di coprire circa il 90 per cento delle attività e delle passività delle famiglie secondo la definizione di ricchezza di contabilità nazionale, mentre alcune voci (ad esempio, biglietti e monete e diritti pensionistici) non sono attualmente incluse nei DWA a causa di vincoli nella disponibilità dei dati. Attualmente sono in

<sup>5</sup> L'indagine HFCS raccoglie dati dettagliati, a livello di famiglia, su vari aspetti dei loro bilanci e sulle relative variabili economiche e demografiche. Per ulteriori informazioni, anche sulla definizione di famiglie, cfr. la [pagina HFCS](#) sul sito Internet della BCE.

corso attività per includere tali voci<sup>6</sup>. In secondo luogo, i dati di ciascuna indagine HFCS, sono riconciliati con i dati sui conti settoriali trimestrali più vicini nel tempo e la popolazione di riferimento dell'indagine viene aumentata in modo da corrispondere a quella dei conti settoriali. I depositi, che tendono a essere considerevolmente inferiori nell'indagine HFCS rispetto ai dati dei conti settoriali trimestrali, vengono poi corretti per tenere conto di alcuni dati campionari identificati come anomali. Inoltre, poiché le famiglie che si collocano al vertice della distribuzione della ricchezza ("famiglie ricche") sono difficili da rilevare nelle indagini, una tappa fondamentale del processo di produzione dei DWA consiste nello stimare il numero di famiglie ricche che sono sottorappresentate dall'indagine. Eventuali divari ancora esistenti tra l'HFCS, che ingloba le correzioni effettuate fino a questo punto, e i conti settoriali trimestrali sono ripartiti proporzionalmente tra le famiglie per ciascun componente della ricchezza<sup>7</sup>.

**I dati trimestrali DWA sono prodotti interpolando ed estrapolando le informazioni provenienti dalle edizioni dell'HFCS e combinandole con le variazioni trimestrali aggregate delle componenti della ricchezza riportate nei conti settoriali trimestrali.** Gli ultimi trimestri di DWA sono estrapolati a partire dall'ultima edizione disponibile dell'HFCS sulla base dell'ipotesi che la distribuzione di ogni singolo strumento sia rimasta stabile. Tuttavia, le distribuzioni della ricchezza netta dei DWA variano nel periodo di estrapolazione in linea con le tendenze dei conti settoriali trimestrali sottostanti, a seconda degli strumenti e delle detenzioni dei diversi gruppi di famiglie. Ad esempio, i forti aumenti dei corsi azionari tenderanno a spostare la distribuzione della ricchezza verso le famiglie che generalmente detengono azioni come parte dei loro investimenti finanziari. I DWA colgono tali effetti.

**Analisi di sensitività hanno mostrato che i DWA sono sufficientemente affidabili per l'utilizzo nell'ambito di analisi e politiche economiche, pur basandosi su ipotesi e stime, che portano tali dati a essere contrassegnati come "sperimentali".** Ad esempio, vengono utilizzate ipotesi per la distribuzione dei depositi e per il calcolo delle serie temporali. Allo stesso tempo, si utilizzano informazioni aggiuntive, generalmente basate su fonti mediatiche, per stimare la ricchezza delle famiglie più abbienti<sup>8</sup>.

### 3 Principali fatti stilizzati nei dati dei DWA

**La distribuzione della ricchezza delle famiglie è fortemente disuguale e le famiglie ricche detengono un'ampia quota del totale (cfr. il pannello a)**

---

<sup>6</sup> I diritti pensionistici previsti, a carico dei sistemi previdenziali pubblici di sicurezza sociale, non sono inclusi nella ricchezza delle famiglie come misurata dalla contabilità nazionale e quindi neppure nei dati DWA.

<sup>7</sup> I DWA per l'area dell'euro sono calcolati accorpando i dati DWA a livello familiare di ciascun paese, allineati tramite allocazione proporzionale con gli aggregati QSA dell'area dell'euro e ricalcolando i decili della ricchezza netta a livello di area considerando tutte le famiglie dell'area dell'euro.

<sup>8</sup> Ulteriori informazioni sono disponibili nella [nota di sintesi](#), nella [nota metodologica](#) e nel [comunicato stampa](#) sul sito Internet della BCE.

**del grafico 1)**<sup>9</sup>. Nell'area dell'euro, ad esempio, il 10 per cento più ricco delle famiglie detiene il 56 per cento della ricchezza netta, mentre il 50 per cento più povero ne detiene solo il 5 per cento. L'elevato grado di disuguaglianza implica che un'ampia quota di famiglie maggiormente rilevanti in termini di reddito aggregato, occupazione e consumi potrebbe possedere una quota di ricchezza molto limitata e dunque potrebbe essere meno esposta agli effetti ricchezza.

**La metà inferiore della distribuzione ha registrato una ripresa più rapida della ricchezza netta dopo le perdite subite durante la crisi del debito sovrano, determinando un calo della concentrazione della ricchezza a partire dal 2015 circa.** Il 50 per cento più povero delle famiglie ha subito forti perdite di ricchezza durante la crisi del debito sovrano, poiché il suo più elevato indebitamento ha esacerbato gli effetti ricchezza negativi indotti dalla correzione del mercato immobiliare in diversi paesi. Dal 2015 circa, queste famiglie sono state in grado di recuperare le perdite a un ritmo più sostenuto, sebbene partendo da una base molto più bassa rispetto al 40 per cento delle famiglie appena al di sopra della mediana e al 10 per cento più ricco (cfr. il pannello b) del grafico 1). Nella metà inferiore, il tasso di crescita nominale sui dodici mesi della ricchezza ha costantemente superato il 4 per cento in questo periodo, per poi rallentare negli ultimi trimestri. L'accumulo di ricchezza nella metà inferiore è stato sostenuto da aumenti relativamente più rapidi del valore delle attività finanziarie e immobiliari (queste ultime riconducibili all'incremento dei prezzi delle abitazioni) e dalla riduzione delle passività delle famiglie, che ha ridotto l'onere del debito e rafforzato i loro bilanci. Nel complesso, tali andamenti hanno contribuito a un lieve calo dell'indice di Gini per l'area dell'euro di circa 1,5 punti percentuali dal 2015 (cfr. il pannello c) del grafico 1)<sup>10</sup>. La disuguaglianza della ricchezza è diminuita ulteriormente negli ultimi anni nel contesto della pandemia di coronavirus (COVID-19), dell'impennata inattesa dell'inflazione e del conseguente inasprimento della politica monetaria (cfr. anche le sezioni 4 e 5).

---

<sup>9</sup> La ricchezza netta è definita come differenza tra le attività (finanziarie e non finanziarie) e le passività totali. Per alcune famiglie, essa potrebbe essere pari a zero o negativa.

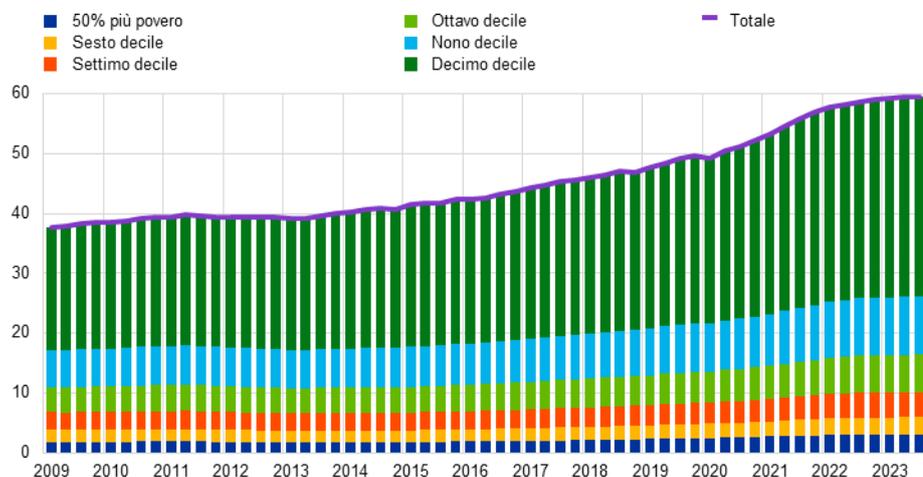
<sup>10</sup> Un indice di Gini pari a 0 esprime una situazione di perfetta uguaglianza in cui tutti hanno la stessa ricchezza, mentre un coefficiente pari a 1 esprime una disuguaglianza massima, in cui tutta la ricchezza fa capo a una sola persona.

## Grafico 1

### Andamenti della distribuzione della ricchezza nell'area dell'euro

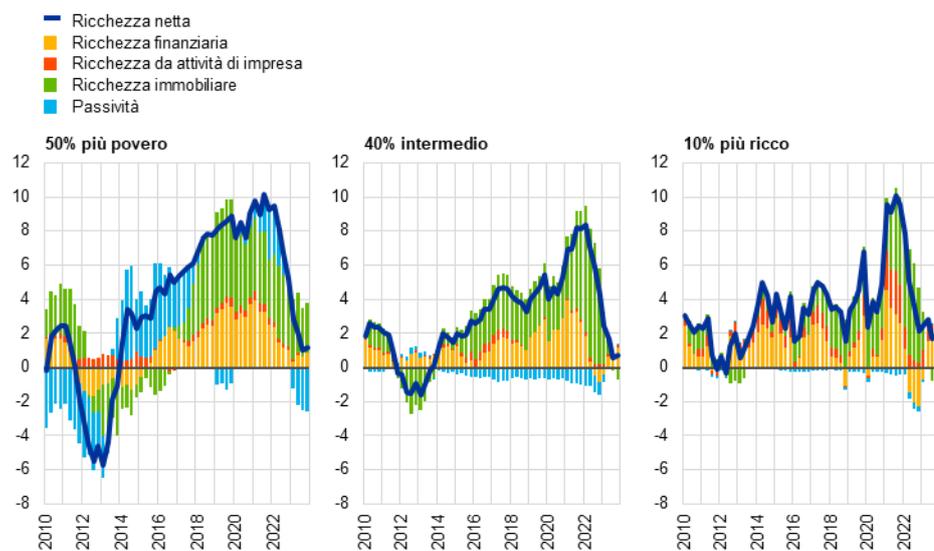
#### a) Ricchezza netta delle famiglie per classi patrimoniali

(migliaia di miliardi di euro)



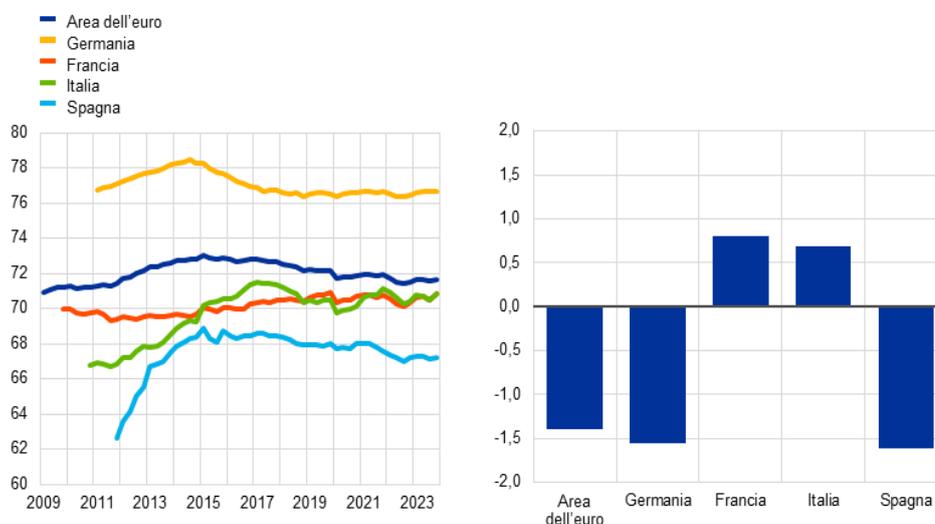
#### b) Crescita nominale della ricchezza netta e contributi

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



### c) Indice di Gini: livello e variazioni dal 2015

(grafico di sinistra: valori percentuali; grafico di destra: variazioni in punti percentuali)



Fonti: BCE (DWA) ed elaborazioni della BCE.

Note: le date di inizio dei dati DWA differiscono da un paese all'altro, coerentemente con le edizioni nazionali dell'indagine HFCS. Nel pannello b) e in tutto l'articolo, le abitazioni si riferiscono al patrimonio immobiliare; la ricchezza derivante dall'attività di impresa è data dalla somma del patrimonio delle imprese non finanziarie e delle azioni non quotate; per ricchezza finanziaria si intende la somma di tutte le altre attività; le passività si riferiscono alla somma di mutui ipotecari con altre forme di debito. Le ultime osservazioni per i pannelli a), b) e c) si riferiscono al quarto trimestre del 2023. Il grafico di destra nel pannello c) mostra le variazioni in punti percentuali dell'indice di Gini dal primo trimestre del 2015 (massimo raggiunto nell'area dell'euro) al quarto trimestre del 2023.

### Le differenze tra paesi in termini di disparità di ricchezza rimangono

**sostanziali**<sup>11</sup>. Ciò riflette fattori strutturali, come i tassi di proprietà delle abitazioni, che sono correlati negativamente con la disuguaglianza, in quanto i bassi tassi di proprietà tendono a implicare che un'ampia percentuale di famiglie nella metà inferiore della distribuzione della ricchezza detenga volumi patrimoniali molto bassi<sup>12</sup>. Coerentemente con questo quadro, le disuguaglianze tra i quattro maggiori paesi dell'area dell'euro sono più elevate in Germania e inferiori in Spagna. Nonostante tali differenze strutturali, l'indice di Gini è rimasto sostanzialmente stabile in Francia e in Italia dal 2015, mentre è diminuito in misura relativamente simile in Germania e Spagna. La disuguaglianza della ricchezza netta rimane inferiore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, nonostante un evidente calo della disuguaglianza sull'altra sponda dell'Atlantico dall'inizio della pandemia (cfr. il riquadro 1).

### La concentrazione della ricchezza varia a seconda degli strumenti e nel tempo, riflettendo difformità nelle preferenze, nell'accesso alle varie tipologie di

**attività e nei vincoli di credito e di liquidità**. La concentrazione è particolarmente elevata per le attività finanziarie esposte a variazioni di valore: circa l'80 per cento delle azioni, delle quote di fondi comuni di investimento e delle obbligazioni è detenuto dal 10 per cento più ricco delle famiglie (cfr. il grafico 2). La ricchezza in attività di impresa presenta un grado di concentrazione altrettanto elevato. I depositi, la ricchezza immobiliare e le passività (mutui ipotecari e altre tipologie di prestiti)

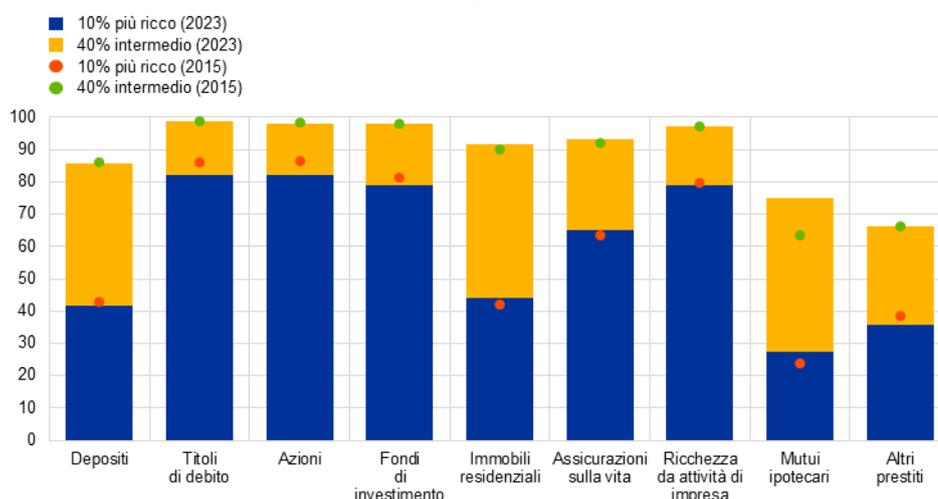
<sup>11</sup> Per un'analisi dei fattori che determinano la dispersione delle disuguaglianze in termini di ricchezza tra i paesi dell'area dell'euro, cfr. Leitner, S., "Drivers of wealth inequality in euro area countries: the effect of inheritance and gifts on household gross and net wealth distribution analysed by applying the Shapley value approach to decomposition", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 13, numero 1, 2016, pagg. 114-136.

<sup>12</sup> Cfr. Kaas, L., Kocharkov, G. e Preugschat, E., "Wealth inequality and homeownership in Europe", *Annals of Economics and Statistics*, n. 136, 2019, pagg. 27-54.

sono distribuiti in modo più uniforme. Dal 2015 si è registrato un aumento della concentrazione della ricchezza immobiliare e dei mutui, in termini di ritmo di accumulo più rapido anche attraverso gli effetti di prezzo, tra le famiglie più ricche rispetto a quelle più povere. Inoltre, le consistenze relative dei titoli di debito e delle azioni sono aumentate per il 40 per cento delle famiglie nella fascia intermedia con ricchezza superiore alla mediana.

## Grafico 2 Concentrazione degli strumenti

(percentuali delle consistenze totali in essere di ciascuno strumento)



Fonti: BCE (DWA) ed elaborazioni della BCE.

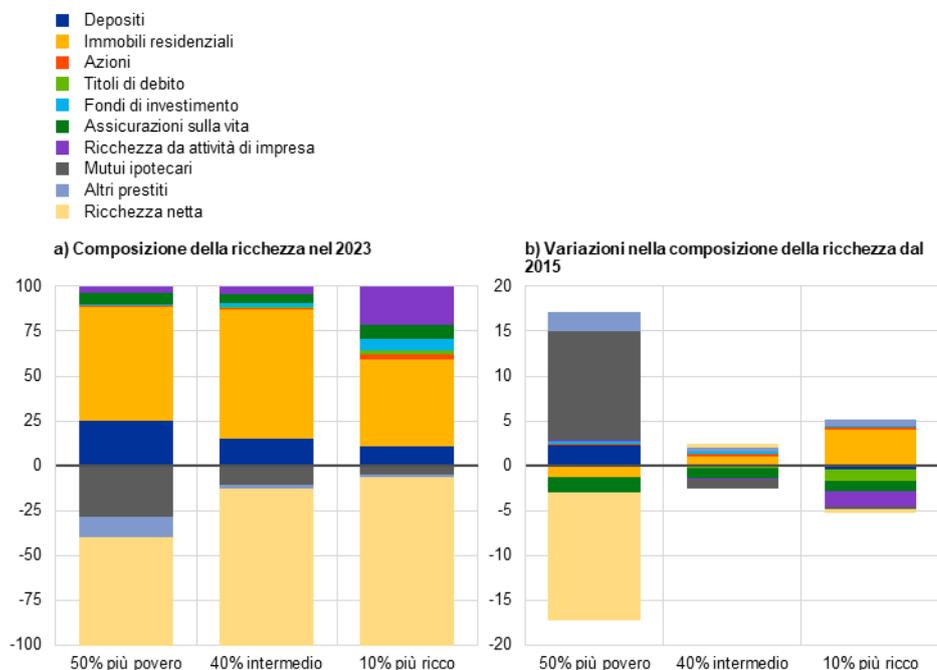
Note: il grafico mostra la quota del valore totale degli strumenti detenuti dalle diverse classi di ricchezza netta nel 2015 e 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

**La composizione della ricchezza netta varia anche a seconda delle classi patrimoniali e cambia nel tempo.** Il 50 per cento più povero detiene una quota maggiore della propria ricchezza in depositi bancari e immobili residenziali (rispettivamente circa il 25 e il 63 per cento). Il 40 per cento intermedio detiene nell'insieme una quota analoga di entrambi gli strumenti, seppure con un peso relativamente inferiore per i depositi e uno più elevato per gli immobili residenziali (15 e 72 per cento rispettivamente). Le quote di depositi e immobili residenziali sono inferiori per il 10 per cento più ricco delle famiglie (rispettivamente 10 e 50 per cento), in quanto questo gruppo detiene una quota maggiore di ricchezza derivante da attività di impresa e di ricchezza finanziaria diversa dai depositi (cfr. il pannello a) del grafico 3). Salendo nella distribuzione della ricchezza, la quota di depositi diminuisce, mentre la ricchezza netta e le attività più rischiose aumentano (azioni, fondi di investimento e obbligazioni), poiché le famiglie benestanti sono in grado di assumere maggiori rischi. Inoltre, anche l'indebitamento diminuisce all'aumentare della ricchezza, con la riduzione del grado di leva finanziaria associato ad attività quali, ad esempio, gli immobili residenziali. Nel corso del tempo, il calo dell'indebitamento da parte della metà inferiore della distribuzione della ricchezza (cfr. il pannello b) del grafico 3) ha contribuito a rafforzarne i bilanci e ad aumentare la quota di ricchezza netta sulle attività totali, riducendo così la disuguaglianza.

### Grafico 3

#### Composizione della distribuzione della ricchezza netta

(in percentuale della ricchezza netta specifica per classe; variazioni in punti percentuali)



Fonti: BCE (DWA) ed elaborazioni della BCE.

Note: la ricchezza netta è indicata con il segno negativo. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

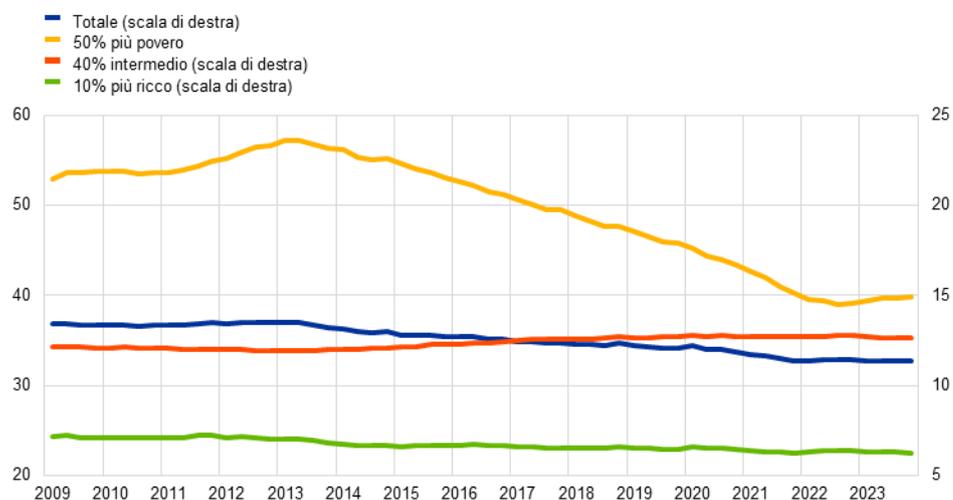
**Dal lato delle passività, nell'ultimo decennio la leva finanziaria delle famiglie nell'area dell'euro è diminuita sostanzialmente per la metà inferiore della distribuzione della ricchezza ed è rimasta sostanzialmente invariata nella metà superiore.** Nell'ultimo decennio il processo di riduzione della leva finanziaria, sostenuto principalmente dalla metà inferiore della distribuzione della ricchezza (cfr. il pannello a) del grafico 4), è stato determinato da un aumento delle attività, unitamente a una diminuzione delle passività. Negli ultimi anni, in presenza di tassi di interesse più elevati, la riduzione della leva finanziaria è proseguita, sebbene a un ritmo più lento, il che potrebbe indicare il ricorso delle famiglie al risparmio in eccesso per rimborsare il debito o ridurre i finanziamenti. La riduzione della leva finanziaria nella metà inferiore della distribuzione è stata trainata principalmente dalle economie che hanno sperimentato andamenti del mercato degli immobili residenziali fortemente ciclici, con significative oscillazioni e correzioni dei prezzi nel contesto della crisi finanziaria mondiale e della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 4). Ciononostante, la leva finanziaria per il 50 per cento più povero rimane significativamente più elevata rispetto a quella delle famiglie più ricche.

## Grafico 4

### Coefficienti di leva finanziaria per classe di ricchezza nell'area dell'euro

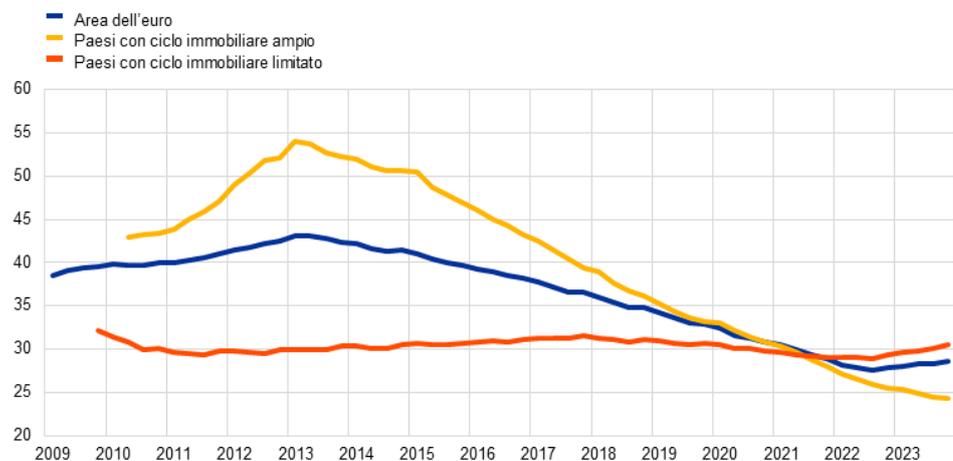
#### a) Rapporto debito/attività totale lungo la distribuzione della ricchezza

(in percentuale)



#### b) Rapporto debito ipotecario/attività per il 50 per cento più povero nella distribuzione della ricchezza

(in percentuale)



Fonti: BCE (DWA) ed elaborazioni della BCE.

Note: il coefficiente di leva finanziaria si ottiene dividendo il debito totale per le attività totali nel pannello a) e il debito ipotecario per le attività totali nel pannello b). Nel pannello b) i paesi con un accentuato ciclo immobiliare sono quelli che hanno registrato un calo dei prezzi delle abitazioni significativamente più marcato (superiore al 2 per cento in media all'anno nel periodo 2007-2013) rispetto all'area dell'euro nel suo complesso (-0,35 per cento in media all'anno nel periodo 2007-2013), in linea con la valutazione contenuta nell'articolo 2 *Lo stato del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro* nel numero 7/2018 di questo Bollettino. Tra questi paesi figurano Spagna, Paesi Bassi, Irlanda, Portogallo, Grecia, Estonia, Lituania e Lettonia. I paesi con un ciclo immobiliare contenuto comprendono quelli con variazioni dei prezzi delle abitazioni simili o superiori alla media dell'area dell'euro nello stesso periodo, tra cui Germania, Francia, Italia, Belgio, Finlandia, Slovacchia, Slovenia e Lussemburgo. L'aggregazione per paese viene effettuata secondo un approccio bottom-up, aggregando le attività e le passività per il 50 per cento più povero delle famiglie sulla base della ricchezza netta. Le date di inizio dei dati DWA differiscono da un paese all'altro, coerentemente con le edizioni dell'indagine HFCS specifiche per paese. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

## Riquadro 1

### Conti finanziari distributivi negli Stati Uniti

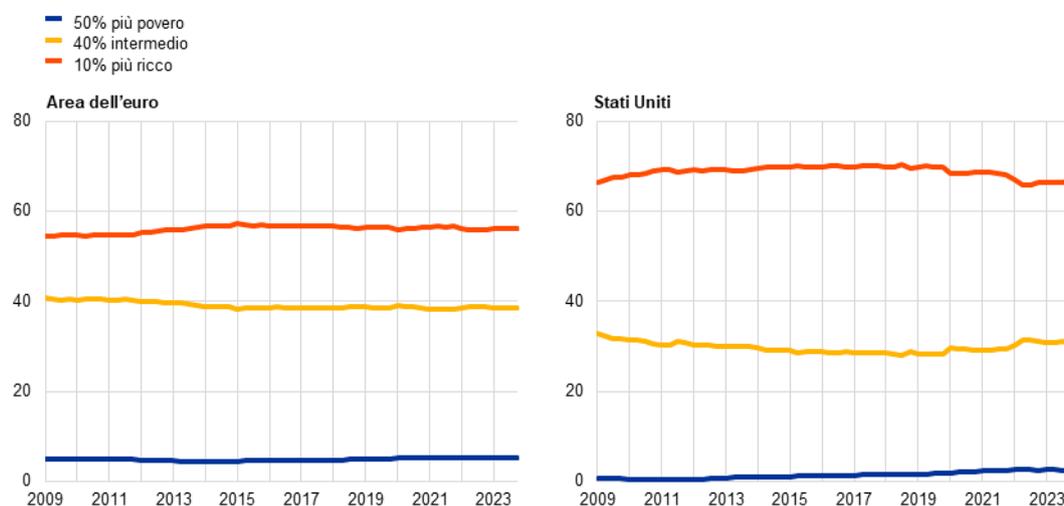
a cura di Alina Bobasu e Georgi Krustev

Analogamente ai DWA nell'area dell'euro, il Federal Reserve System statunitense compila i conti finanziari distributivi (Distributional Financial Accounts, DFA) per gli Stati Uniti. Questa serie di dati contiene stime trimestrali della distribuzione della ricchezza delle famiglie statunitensi dal 1989<sup>13</sup>. Nonostante il calo vistoso registrato negli ultimi anni, le disuguaglianze nella ricchezza rimangono significativamente più elevate negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro, in un contesto, quello statunitense, nel quale il decile più alto della distribuzione della ricchezza detiene circa due terzi del patrimonio netto totale (cfr. il grafico A)<sup>14</sup>.

### Grafico A

#### Concentrazione della ricchezza netta nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: BCE (DWA), US Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico mostra il patrimonio netto detenuto in base alla classe di ricchezza netta in percentuale del totale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

Rispetto all'area dell'euro, negli Stati Uniti la ricchezza al vertice della distribuzione è costituita in larga misura da attività di impresa e finanziarie, come azioni societarie, quote di fondi comuni e pensioni, e in misura minore da immobili residenziali. Il 50 per cento inferiore della distribuzione della ricchezza detiene le proprie attività principalmente nel settore degli immobili residenziali e presenta un grado di leva maggiore rispetto alle famiglie dell'area dell'euro, anche attraverso passività diverse dai mutui ipotecari (cfr. il grafico B). Rispetto all'Europa, il più elevato livello di concentrazione della ricchezza negli Stati Uniti riflette molteplici fattori, quali il grado di disuguaglianza dei redditi da lavoro e le oscillazioni dei prezzi delle abitazioni in rapporto a quelli delle attività finanziarie<sup>15</sup>. Negli ultimi due anni, il 50 per cento più povero delle famiglie ha incrementato il proprio patrimonio a un ritmo più sostenuto rispetto agli altri gruppi (crescita media

<sup>13</sup> Per maggiori informazioni, cfr. la "Sintesi dei conti finanziari distributivi", Board of Governors of the Federal Reserve System, marzo 2024.

<sup>14</sup> Per un raffronto dettagliato delle disuguaglianze in termini di ricchezza, reddito e consumi tra le economie avanzate, cfr. l'articolo 1 *Politica monetaria e disuguaglianze* nel numero 2/2021 di questo Bollettino.

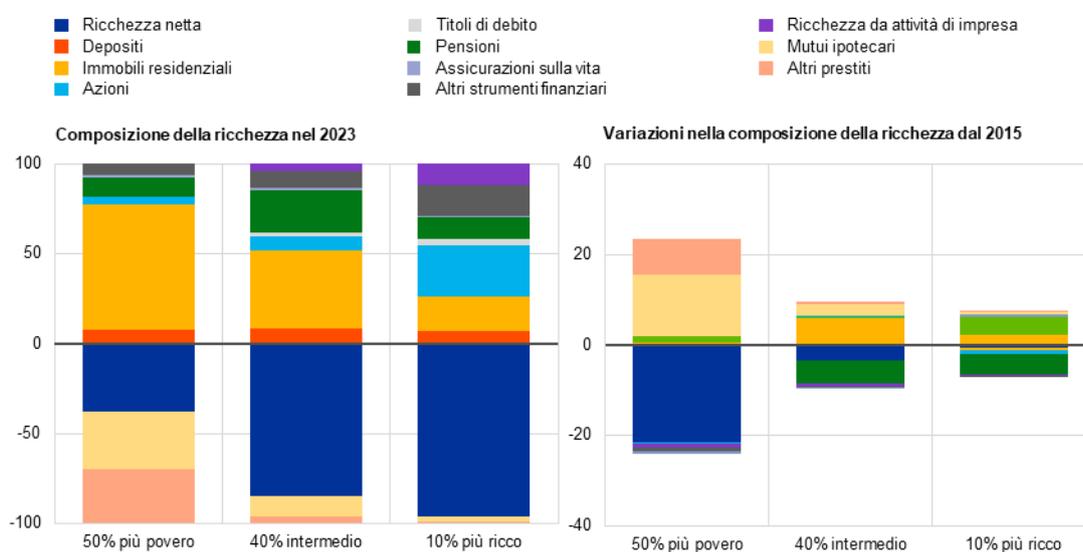
<sup>15</sup> Cfr. Blanchet, T. e Martinez-Toledano, C., "Wealth inequality dynamics in Europe and the United States: Understanding the determinants", *Journal of Monetary Economics*, vol. 133(C), 2023, pagg. 25-43.

di circa il 6,9 per cento, a fronte del 5 e dello 0,3 per cento rispettivamente per il 40 per cento intermedio e il 10 per cento più ricco), determinando un calo più rapido della disuguaglianza negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Ciò è stato determinato principalmente da un accumulo più rapido di ricchezza immobiliare da parte del 50 per cento più povero, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi degli immobili e di un minore livello di indebitamento rispetto al resto della distribuzione della ricchezza (cfr. il grafico C). Tuttavia, anche la ricchezza finanziaria ha svolto un ruolo importante. La ricchezza del 10 per cento più ricco si è ridotta a seguito dell'avvio dell'ultimo ciclo di inasprimento monetario negli Stati Uniti agli inizi del 2022, principalmente per effetto dei titoli azionari e, in misura minore, delle pensioni detenute che, più di recente, hanno ripreso ad aumentare (cfr. il grafico C)<sup>16</sup>.

## Grafico B

### Stati Uniti: composizione della ricchezza netta

(in percentuale della ricchezza netta specifica per classe; variazioni in punti percentuali)



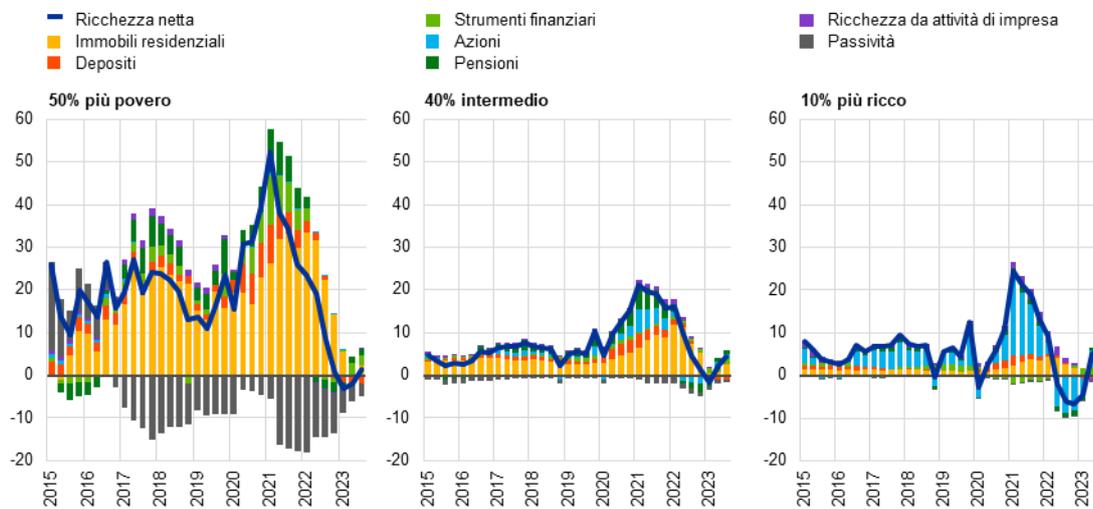
Fonti: US Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la ricchezza netta è indicata con il segno negativo.

<sup>16</sup> Per una trattazione delle determinanti delle disuguaglianze patrimoniali negli Stati Uniti, cfr. Fagereng, A., Guiso, L., Malacrino, D. e Pistaferri, L., "Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth", *Working Paper Series*, n. 171, FMI, 2018.

## Grafico C

### Stati Uniti: crescita della ricchezza netta e contributi

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



Fonti: US Federal Reserve Board ed elaborazioni della BCE.

Note: rispetto all'area dell'euro, i dati per gli Stati Uniti comprendono un maggior numero di strumenti, come valuta, diritti pensionistici e beni di consumo durevoli, questi ultimi inclusi nella ricchezza immobiliare nel grafico C. Le altre componenti della ricchezza finanziaria, rappresentate nel grafico, escludono depositi, azioni e pensioni. La ricchezza derivante da attività di impresa comprende le partecipazioni al capitale di imprese non costituite in società. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

## 4 Fluttuazioni dei prezzi delle attività e distribuzione della ricchezza

**Le variazioni dei prezzi delle attività incidono sulla ricchezza delle famiglie in maniera diversa lungo la distribuzione della ricchezza, a seconda della composizione della stessa, con conseguenze per la disuguaglianza.**

L'impatto delle variazioni dei prezzi delle attività sulla ricchezza delle famiglie dipende dal grado di esposizione degli strumenti di bilancio alle oscillazioni dei prezzi di mercato e del livello dei tassi di interesse prevalenti, nonché dall'esposizione delle famiglie a tali strumenti attraverso le attività e le passività detenute. Gli andamenti delle consistenze detenute dalle famiglie tendono a essere stagnanti, in quanto non si riequilibrano in modo deciso in risposta alle variazioni dei prezzi delle attività. Le variazioni della ricchezza netta delle famiglie sono determinate principalmente da plusvalenze e minusvalenze su beni immobili e titoli azionari che, a loro volta, seguono molto da vicino i prezzi degli immobili residenziali e delle azioni.

**Gli effetti delle variazioni dei prezzi delle attività sui bilanci delle famiglie rappresentano un importante canale di trasmissione della politica monetaria.**

Ad esempio, un calo dei prezzi degli immobili residenziali, che riflette il mutare delle condizioni di mercato o l'inasprimento della politica monetaria, riduce la ricchezza netta dei proprietari e li rende più poveri, dato che il valore della loro ricchezza immobiliare diminuisce, mentre le loro passività restano invariate. Gli effetti

ricchezza negativi correlati possono indurli a ridurre i consumi e a risparmiare di più per ricostituire la propria ricchezza<sup>17</sup>.

**La ricchezza delle famiglie appartenenti al 50 per cento più povero tende a essere nettamente più esposta alle variazioni dei prezzi delle abitazioni rispetto alla ricchezza del 10 per cento più ricco.** La metà inferiore della distribuzione, avendo un rapporto più elevato tra patrimonio immobiliare e ricchezza netta e una maggiore leva finanziaria legata alle esposizioni nell'edilizia residenziale, è significativamente più sensibile alle variazioni dei prezzi delle abitazioni rispetto a quelle dei prezzi di altre attività (cfr. il grafico 5). Un semplice indicatore di tale sensibilità è un moltiplicatore della leva finanziaria che misura l'esposizione a una particolare tipologia di attività in relazione alla ricchezza. Tale indicatore consente di misurare gli effetti meccanici di un ipotetico aumento del 10 per cento dei prezzi delle varie tipologie di attività sulla ricchezza netta delle famiglie e di vedere come essi si evolvano nel tempo, prescindendo dai canali indiretti associati, ad esempio, alla riallocazione dei portafogli<sup>18</sup>. In media, una crescita dei prezzi delle abitazioni del 10 per cento fa aumentare la ricchezza netta delle famiglie appartenenti al 50 per cento inferiore di oltre il 10 per cento. Per contro, per il 10 per cento più benestante delle famiglie, l'effetto positivo di tale aumento sulla ricchezza è pari a circa il 5 per cento, in quanto esse sono meno indebitate e le abitazioni rappresentano una quota minore della loro ricchezza. Le esposizioni immobiliari tendono pertanto a ridursi con l'aumento della ricchezza a causa dell'effetto del minore indebitamento in proporzione al valore delle abitazioni (cfr. il pannello a) del grafico 5).

**Allo stesso tempo, gli effetti delle variazioni dei corsi azionari sono più marcati nella parte superiore della distribuzione della ricchezza (cfr. il pannello b) del grafico 5).** Ciò riflette l'elevata concentrazione di tale tipo di attività tra le persone abbienti. Di conseguenza, se da un lato l'aumento dei prezzi delle abitazioni tenderebbe, isolatamente, a ridurre la disuguaglianza beneficiando in modo sproporzionato le persone meno ricche, dall'altro si osserva l'effetto opposto con l'aumento dei corsi azionari.

---

<sup>17</sup> Per una panoramica delle stime degli effetti ricchezza nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 2 "Stime degli effetti ricchezza per l'area dell'euro e per i suoi maggiori paesi" all'interno dell'articolo 1 [Ricchezza e consumi delle famiglie nell'area dell'euro](#) nel numero 1/2020 di questo Bollettino.

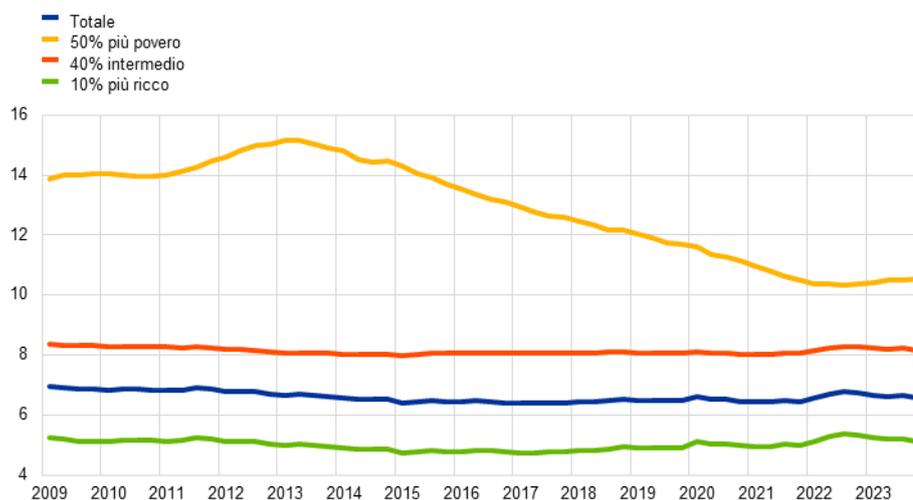
<sup>18</sup> Per una spiegazione dettagliata, cfr. Adam, K. e Tzamourani, P., "Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area", *European Economic Review*, vol. 89, 2016, pagg. 172-192.

## Grafico 5

Variazioni della ricchezza netta, nell'intera distribuzione della ricchezza, derivante da un aumento del 10 per cento dei prezzi delle attività

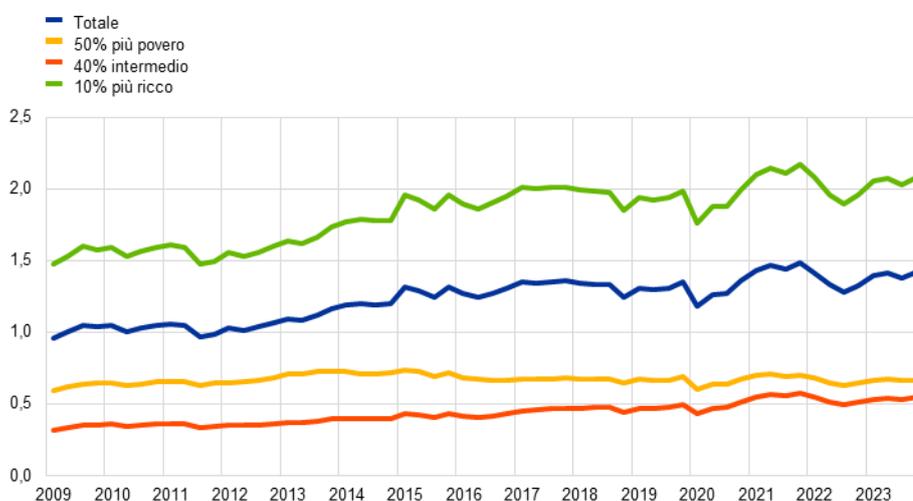
### a) Incrementi di ricchezza netta derivanti da un aumento del 10 per cento dei prezzi degli immobili residenziali

(percentuale di ricchezza netta)



### b) Incrementi di ricchezza netta derivanti da un aumento del 10 per cento dei corsi azionari

(percentuale di ricchezza netta)



Fonti: BCE (DWA) ed elaborazioni della BCE.

Note: la sensibilità della ricchezza a un aumento del 10 per cento dei prezzi delle abitazioni e a un rialzo del 10 per cento dei corsi azionari si basa, rispettivamente, sul rapporto tra patrimonio immobiliare e ricchezza netta e sul rapporto tra attività di investimento azionario e ricchezza netta. Le attività azionarie comprendono esposizioni dirette e indirette e rappresentano la somma di azioni quotate, ricchezza finanziaria da impresa e partecipazioni indirette detenute tramite quote di fondi comuni di investimento delle famiglie e prestazioni pensionistiche. Il rapporto dei titoli azionari all'interno delle quote di fondi comuni delle famiglie si basa su statistiche aggregate di tipo look-through relative alle attività detenute indirettamente tramite quote di fondi di investimento. Per le prestazioni pensionistiche, il rapporto è calcolato come la quota di azioni sul totale delle attività finanziarie delle compagnie di assicurazione e fondi pensione, comprese le esposizioni indirette in azioni attraverso le disponibilità in fondi di investimento, nel secondo caso utilizzando la stessa proporzione di azioni rispetto alle quote di fondi di investimento detenute da compagnie di assicurazione e fondi pensione come quota di esposizioni azionarie per le quote di fondi di investimento delle famiglie, sulla base di statistiche di tipo look-through. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

**Tuttavia, la quota del patrimonio immobiliare sulla ricchezza netta è diminuita nel tempo, poiché i meno abbienti hanno consolidato i propri bilanci.**

Nell'ultimo decennio la riduzione della leva finanziaria ha determinato un calo della quota di ricchezza netta rappresentata dagli immobili residenziali nella parte inferiore

della distribuzione della ricchezza. Ciò potrebbe avere implicazioni importanti per la trasmissione della politica monetaria attraverso i prezzi delle attività in un contesto di tassi di riferimento crescenti, giacché le famiglie meno abbienti potrebbero avere acquisito maggiore capacità di tenuta alle oscillazioni del mercato immobiliare rispetto alla crisi finanziaria mondiale e alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro.

**Mentre i proprietari di abitazioni nella metà inferiore della distribuzione di ricchezza hanno beneficiato maggiormente dell'aumento dei prezzi degli immobili residenziali, questo gruppo ha evitato l'acquisto di abitazioni poiché la capacità di accesso al mercato immobiliare è peggiorata.** Il grafico 6 mostra che, considerate singolarmente, le rivalutazioni positive della ricchezza immobiliare (ovvero dovute all'aumento dei prezzi delle abitazioni che ne hanno gradualmente aumentato il valore di mercato) dal 2015 hanno influenzato positivamente e in misura sproporzionata la ricchezza netta nella metà inferiore della distribuzione<sup>19</sup>. Di conseguenza, l'aumento dei prezzi delle abitazioni ha contribuito al calo della disuguaglianza della ricchezza osservato a partire dal 2015. Allo stesso tempo, le transazioni immobiliari hanno parzialmente invertito tale effetto agendo nella direzione opposta, poiché il 50 per cento più povero ha ridotto il proprio patrimonio immobiliare, mentre le famiglie abbienti lo hanno accresciuto<sup>20</sup>. Ciò potrebbe riflettere le conseguenze distributive del riequilibrio, poiché l'aumento dei prezzi delle abitazioni ha ridotto la capacità di accesso al mercato immobiliare per i meno ricchi. Tale conclusione è suffragata nell'ultimo decennio dall'evidenza di un calo dei tassi di proprietà delle abitazioni e, di conseguenza, di tassi di affitto più elevati tra le persone meno abbienti, in paesi, come la Spagna, dove si sono registrati sostanziali adeguamenti degli immobili residenziali<sup>21</sup>. L'adeguamento sembrerebbe aver avuto un impatto maggiore sulle coorti più giovani, che hanno anche ridotto l'indebitamento e la proprietà delle abitazioni durante i periodi di crisi portandoli a livelli più prossimi alla media dell'area dell'euro<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Ciò è coerente con i risultati in Adam, K. e Tzamourani, P., op. cit.

<sup>20</sup> Il calo della leva finanziaria per il 50 per cento più povero è coerente con il calo della partecipazione al mercato immobiliare, molto probabilmente a causa della bassa capacità di accesso a tale mercato in un contesto di prezzi delle abitazioni in aumento e, più di recente, di tassi di interesse più elevati e di vincoli più stringenti al credito.

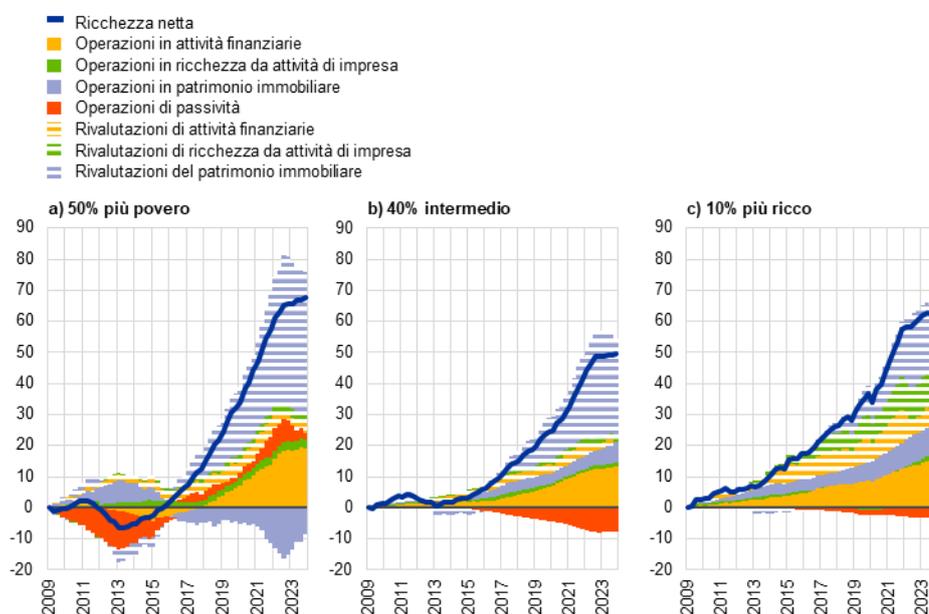
<sup>21</sup> Cfr. "[Recent developments in the rental housing market in Spain](#)", *Economic Bulletin*, n. 3, Banco de España, 2019.

<sup>22</sup> Tale normalizzazione riflette in parte il rafforzamento della regolamentazione macroprudenziale e le più rigide disposizioni sul credito.

## Grafico 6

### Effetti cumulativi di transazioni e rivalutazioni sulla ricchezza netta nella distribuzione della stessa

(variazioni percentuali cumulate nella ricchezza netta dal primo trimestre 2009; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE (DWA, QSA) ed elaborazioni della BCE.

Note: gli effetti di valutazione per strumento sono calcolati dai conti settoriali trimestrali (Quarterly Sectoral Accounts, QSA) aggregati sottraendo le operazioni trimestrali dalle differenze nelle consistenze in essere (outstanding amounts, OA) che comprendono flussi, variazioni delle valutazioni e altre variazioni. Le rivalutazioni degli immobili residenziali sono calcolate sottraendo i flussi di investimenti immobiliari (approssimati dagli investimenti fissi lordi delle famiglie più l'acquisizione di attività non finanziarie al netto del consumo di capitale fisso) dalle variazioni di patrimonio immobiliare a uso abitativo (approssimate dalle immobilizzazioni non finanziarie delle famiglie, compresi i terreni). Le rivalutazioni della ricchezza da attività d'impresa sono calcolate sulla base di una media ponderata dei deflatori degli investimenti per macchinari e attrezzature e per i prezzi degli immobili commerciali. Le variazioni di valutazione dei conti settoriali trimestrali per strumento sono quindi applicate proporzionalmente (in termini di variazioni percentuali trimestrali) ai corrispondenti strumenti detenuti per ciascun decile della distribuzione della ricchezza, per scomporre le consistenze in essere in effetti di valutazione (comprese altre variazioni) e consistenze nozionali (derivanti dalle operazioni cumulative). Si presume che le passività derivino solo da operazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

## 5 Impatto dell'inflazione e della politica monetaria sulla distribuzione della ricchezza

### La composizione di attività e passività lungo la distribuzione della ricchezza determina la misura in cui l'alta inflazione influisce sulla disuguaglianza.

Un'inflazione inattesa può condurre a un'attenuazione della disuguaglianza redistribuendo la ricchezza dai creditori ai debitori attraverso la variazione del valore reale delle attività e delle passività nominali. Si tratta del cosiddetto effetto Fisher<sup>23</sup>. Tuttavia, questo canale funziona pienamente soltanto se il reddito si adegua all'inflazione, riducendo così l'onere dei pagamenti per le famiglie indebitate, che sono generalmente quelle nella fascia più bassa della distribuzione della ricchezza. L'effetto Fisher si indebolisce quando un'inflazione inaspettatamente alta riduce il

<sup>23</sup> Cfr. Fisher, I., "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, n. 4, 1933, pagg. 337-357.

reddito da interessi reale delle famiglie a basso e medio reddito e aumenta il reddito derivante dagli utili delle famiglie a reddito elevato<sup>24</sup>.

**Gli effetti di uno shock inflazionistico sulla distribuzione della ricchezza possono essere valutati scomponendo le variazioni della ricchezza netta reale in contributi derivanti dalle transazioni, dalle rivalutazioni delle attività reali e dall'erosione dovuta all'inflazione<sup>25</sup>.** L'analisi quantifica l'effetto sulla ricchezza

netta reale derivante dall'erosione nominale delle sue componenti (che è negativa per le attività nominali e positiva per le passività nominali) nel periodo di elevata inflazione a partire dalla metà del 2021, lungo la distribuzione della ricchezza. Ciò avviene riproducendo la scomposizione ex post della variazione cumulata della ricchezza netta tra due punti nel tempo, rispetto all'impennata dell'inflazione a partire dal secondo trimestre del 2021 — data di riferimento dell'indagine (quarto trimestre del 2023) — in tre componenti: la componente relativa alle transazioni, gli andamenti dei prezzi reali delle attività e l'erosione (dovuta all'inflazione). La prima e la seconda componente sono simili a quelle mostrate nel grafico 6: tracciano gli effetti del risparmio e delle rivalutazioni sull'accumulo di ricchezza (sebbene in termini reali). La terza componente quantifica l'erosione del valore reale di attività e passività dovuta all'inflazione, con rimborsi in termini nominali fissati in anticipo (depositi e debiti).

**Dalla metà del 2021, la ricchezza netta reale è diminuita lungo tutta la distribuzione, ma l'aumento dell'inflazione ha attenuato le perdite per le famiglie più povere erodendo le loro passività più dei loro depositi, nel contempo amplificando le perdite per le famiglie più abbienti (cfr. il grafico 7).**

L'effetto riflette le differenze distributive nelle posizioni nominali nette, in attività e passività, il cui valore di rimborso è fissato in termini nominali, oltre all'eterogeneità del risparmio netto rilevata dalla componente transattiva. Le famiglie più povere, come gruppo, detengono depositi inferiori rispetto ai debiti. Ciò implica che l'inflazione eroderà una quota più elevata delle loro passività rispetto alle loro attività esposte all'inflazione (ovvero i depositi), mentre si verifica il contrario per le famiglie più abbienti. Tale effetto coglie solo la redistribuzione della ricchezza dai risparmiatori ai creditori, operando meccanicamente attraverso le posizioni di bilancio, e ignora altri effetti quali i flussi di reddito da interessi e il rimborso del debito, nonché le differenze all'interno dei gruppi di ricchezza, dato che solo una determinata quota di

---

<sup>24</sup> Per un ulteriore approfondimento sulla forza del canale dell'effetto Fisher nel contesto dell'aumento dell'inflazione, cfr. Erosa, A., e Ventura G., "On inflation as a regressive consumption tax", *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, n. 4, maggio 2002, pagg. 761-795 e Heer, B. e Süßmuth, B., "Effects of inflation on wealth distribution: Do stock market participation fees and capital income taxation matter?", *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, n. 1, gennaio 2007, pagg. 277-303.

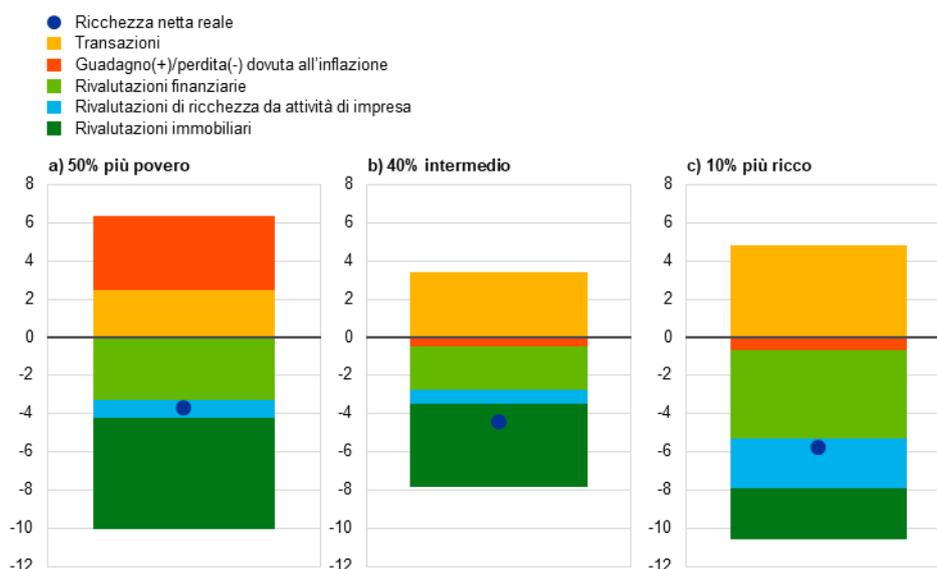
<sup>25</sup> L'approccio si basa sull'equazione 1 in Infante, L., Loschiavo, D., Neri, A., Spuri, M. e Vercelli, F., "L'impatto eterogeneo dell'inflazione sulla ricchezza delle famiglie italiane", *Questioni di economia e finanza*, n. 817, Banca d'Italia, novembre 2023.

famiglie detiene debiti<sup>26</sup>. Nella parte alta della distribuzione, le perdite di ricchezza in termini reali sono aumentate negli ultimi due anni e mezzo, nonostante i maggiori contributi derivanti dal risparmio e le minori perdite derivanti dal calo dei prezzi reali delle abitazioni. Tale risultato è principalmente attribuibile alle rivalutazioni delle attività finanziarie diverse dai depositi (come azioni e obbligazioni) e della ricchezza da attività d'impresa, che hanno subito maggiori perdite reali in un contesto di crescenti tassi di interesse.

### Grafico 7

#### Variazioni della ricchezza netta reale dal secondo trimestre del 2021 e contributi

(variazioni percentuali cumulate; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE (DWA, QSA) ed elaborazioni della BCE.

Note: la scomposizione si basa su Infante, L. et al., op. cit. La ricchezza netta è deflazionata con il deflatore dei consumi privati. Gli strumenti altamente esposti all'inflazione (il cui valore di rimborso è fissato in anticipo in termini nominali) comprendono depositi e passività (mutui ipotecari e altre tipologie di debito). L'effetto netto dell'aumento dell'inflazione sui depositi (negativo) e sulle passività (positivo) è aggregato alla voce "Guadagno(+)/perdita(-) dovuta all'inflazione". Per tutte le altre attività, le rivalutazioni si basano sui contributi delle variazioni cumulate dei prezzi reali delle attività applicati a livello di singole classi di strumenti, ottenuti in base alle rivalutazioni nominali per strumento desunte dai conti settoriali trimestrali aggregati, deflazionate con il deflatore dei consumi privati e applicate alle posizioni degli strumenti in essere per decile di ricchezza a partire dal secondo trimestre del 2021. Gli effetti di rivalutazione dei prezzi reali delle attività sono raggruppati nella voce "Rivalutazioni finanziarie" per tutte le attività finanziarie diverse dai depositi (ovvero azioni quotate, fondi di investimento, obbligazioni e indennizzi assicurativi). Le "rivalutazioni della ricchezza da attività d'impresa" sono la somma della ricchezza finanziaria e non finanziaria da attività di imprese. Le transazioni sono calcolate come acquisizioni residue e di gruppo di ciascuno strumento all'interno del periodo.

**Per quanto riguarda gli effetti della politica monetaria, le variazioni nella distribuzione della ricchezza tra le varie famiglie possono verificarsi principalmente attraverso due canali.** Il primo canale riguarda i prezzi delle attività, in quanto le dimensioni e la composizione delle consistenze possedute nell'area dell'euro implicano che alcune famiglie detengono più attività a lungo

<sup>26</sup> Ad esempio, i benefici derivanti dall'aumento dell'inflazione a favore delle famiglie meno benestanti, dovuti alle loro maggiori passività rispetto ai depositi, potrebbero essere neutralizzati dalla loro maggiore esposizione ai tassi di interesse. Le famiglie più abbienti sono invece più vulnerabili alle perdite derivanti dal deterioramento del reddito netto da interessi, giacché la politica monetaria reagisce aumentando i tassi di interesse in risposta all'inflazione elevata. È probabile che tali effetti dipendano dalla prevalenza dei mutui ipotecari a tasso variabile e varino notevolmente da un paese all'altro. Cfr. Tzamourani, P., "The interest rate exposure of euro area households", *European Economic Review*, vol. 132, febbraio 2021. Oltre a incidere sul reddito netto da interessi, tassi di interesse più elevati limiterebbero l'erosione della ricchezza riducendo l'inflazione. Un ulteriore motivo di cautela risiede nel fatto che l'analisi non tiene conto della possibilità di tassi di inflazione specifici per i diversi gruppi di famiglie lungo la distribuzione della ricchezza.

termine e risentono quindi in misura maggiore delle variazioni dei prezzi (delle attività) legate all'orientamento della politica monetaria, come documentato anche nella sezione 4<sup>27</sup>. Il secondo riguarda la remunerazione dei risparmi e il costo del debito, poiché una variazione dei tassi di interesse avrà effetti contrastanti sulla ricchezza dei debitori netti rispetto ai risparmiatori netti. Sebbene vi sia un certo consenso sugli effetti della politica monetaria sulla distribuzione del reddito, gli effetti distributivi sulla ricchezza sono meno chiari e l'evidenza empirica è piuttosto contrastante. Alcune delle analisi disponibili suggeriscono effetti complessivamente limitati sulla distribuzione della ricchezza, mentre altri studi indicano un aumento della disuguaglianza della ricchezza a causa della politica monetaria non convenzionale espansiva<sup>28,29</sup>.

### **L'evidenza empirica segnala un effetto frenante dell'inasprimento della politica monetaria lungo la distribuzione della ricchezza.**

Le variazioni dei prezzi delle attività hanno un impatto diretto sui bilanci delle famiglie<sup>30</sup>. Dopo l'inizio dell'inasprimento della politica monetaria, nei primi tre trimestri del 2022, le quotazioni azionarie sono inizialmente diminuite ma successivamente hanno segnato una forte ripresa. Per contro, i prezzi delle abitazioni, che di norma mostrano una minore volatilità, hanno iniziato a diminuire in maniera più marcata solo più tardi, in risposta all'aumento dei tassi di interesse, sebbene il calo totale sia rimasto modesto per l'area dell'euro nel suo complesso, in un contesto caratterizzato da andamenti eterogenei tra i vari paesi. Per valutare l'impatto dell'inasprimento della politica monetaria sulla distribuzione della ricchezza viene utilizzato un modello panel di proiezioni locali, con particolare attenzione ai canali della ricchezza immobiliare e finanziaria<sup>31</sup>. Le stime empiriche indicano un effetto frenante dell'inasprimento della politica monetaria che è eterogeneo all'interno della distribuzione della ricchezza<sup>32</sup>. Nel complesso, tutti i gruppi di famiglie hanno

<sup>27</sup> Cfr. anche O'Farrell, R., Rawdanowicz, L. e Inaba, K., "Monetary Policy and Inequality", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 1281, OECD Publishing, marzo 2016.

<sup>28</sup> Per alcuni studi che indicano effetti limitati di un allentamento non convenzionale della politica monetaria sulla disuguaglianza nell'area dell'euro, cfr. Lenza, M. e Slacalek, J., "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", *Journal of Applied Econometrics*, aprile 2024; per un'analisi della ricchezza delle famiglie italiane cfr. Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L. e Secchi, A., "A 'reverse Robin Hood'? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households", *Journal of International Money and Finance*, vol. 85, 2018, pagg. 215-235; per un'analisi sugli Stati Uniti, cfr. Greenwald, D.L., Leombroni, M., Lustig, H. e Van Nieuwerburgh, S., "Financial and total wealth inequality with declining interest rate", *NBER Working Paper*, n. 28613, 2021; per analisi che indicano un aumento della disuguaglianza nell'area dell'euro a seguito di un'espansione non convenzionale della politica monetaria, cfr. De Luigi C., Feldkircher, M., Poyntner P., Schuberth, H., "Quantitative easing and wealth inequality: the assets price channel", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 85, n. 3, febbraio 2023, pagg. 638-670.

<sup>29</sup> Per un'analisi degli effetti distributivi della politica monetaria sulla ricchezza, cfr. anche "The distributional footprint of monetary policy", *BIS Annual Economic Report*, Banca dei regolamenti internazionali, 2021.

<sup>30</sup> L'impatto sulle plusvalenze/minusvalenze derivanti da tassi di interesse più bassi/più alti dipende dal fatto che le attività abbiano o meno durate più lunghe rispetto alle passività; cfr. gli articoli 1 *Politica monetaria e disuguaglianza* nel numero 2/2021 di questo Bollettino e 2 *Differenze di impatto sulle famiglie del recente aumento dell'inflazione* nel numero 3/2023 di questo Bollettino

<sup>31</sup> I modelli di proiezioni locali seguono l'approccio introdotto in Jordà, O., "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, vol. 95, n. 1, marzo 2005, pagg. 161-182.

<sup>32</sup> Poiché la presente analisi si concentra su specifici gruppi di ricchezza registrati nei conti distributivi sulla ricchezza, la valutazione delle implicazioni complessive dei risultati per la disuguaglianza non è immediata. I risultati disponibili attraverso la letteratura suggeriscono che i dati possono essere sensibili alle diverse misure di disuguaglianza utilizzate (cfr. De Luigi et al. (2023) op. cit).

registrato perdite in termini di ricchezza netta (cfr. il pannello a) del grafico 8). Mentre il 50 per cento più povero registra perdite principalmente attraverso la ricchezza immobiliare a causa dei più bassi prezzi delle abitazioni, il 40 per cento intermedio e in particolare il 10 per cento più benestante, registra perdite principalmente attraverso i canali della ricchezza finanziaria, mentre quello immobiliare svolge un ruolo più limitato. Tuttavia, per quest'ultimo gruppo, la ricchezza netta tende a recuperare più rapidamente, in linea con una ripresa dei corsi azionari più rapida rispetto a quella dei prezzi delle abitazioni (cfr. il pannello b) del grafico 8), nonostante un calo iniziale relativamente più marcato a seguito dello shock di politica monetaria. Nel complesso, l'inasprimento della politica monetaria sembra avere un effetto frenante lungo la distribuzione della ricchezza, in un contesto in cui il canale immobiliare ha un ruolo relativamente più forte per le persone meno abbienti, mentre i canali finanziari sembrano più importanti per le famiglie più benestanti<sup>33</sup>.

---

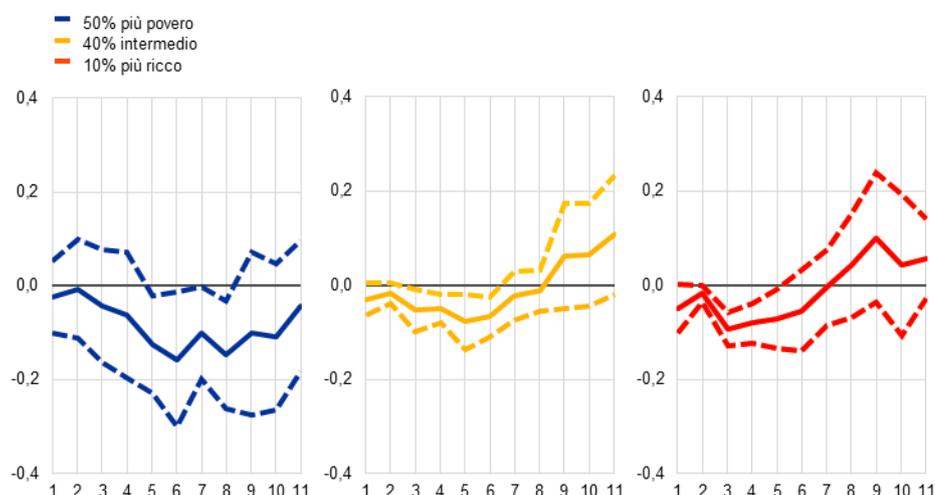
<sup>33</sup> Vi sono alcuni motivi di cautela nell'interpretazione dei risultati a causa della ridotta numerosità di alcuni gruppi di famiglie nel campione su cui si basano i DWA e dell'analisi parziale dello studio che non considera altri canali di equilibrio generale potenzialmente importanti.

## Grafico 8

### Effetti di politica monetaria

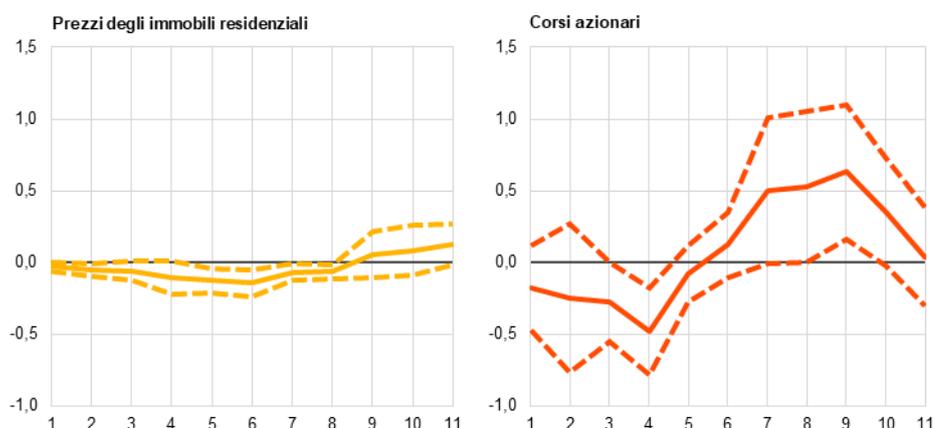
#### a) Impatto dell'inaspimento della politica monetaria sulla ricchezza netta

(valori percentuali)



#### b) Impatto dell'inaspimento della politica monetaria sulla ricchezza netta

(valori percentuali)



Fonti: BCE (DWA), Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra i risultati basati su un modello panel di proiezioni locali per i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi) con un campione (non bilanciato) che va dal quarto trimestre del 2009 al quarto trimestre del 2023 e tiene conto degli effetti fissi per paese. Il modello include come variabili dipendenti la ricchezza netta per i tre gruppi rilevanti della distribuzione della ricchezza (il 50 per cento più povero, il 40 per cento intermedio e il 10 per cento più ricco) e gli shock di politica monetaria corrispondenti alle decisioni inattese di politica monetaria, riflesse nelle variazioni dei tassi privi di rischio degli overnight index swap a un anno intorno al periodo degli annunci di politica monetaria della BCE, individuati da Altavilla, C. et al come variabile esogena<sup>34</sup>. Secondo quanto indicato in Lenza, M. e Slacalek, J., op. cit., i prezzi delle attività (immobili e azioni) sono stati aggiunti al modello insieme al PIL in termini reali, al tasso a breve termine e all'inflazione. Il pannello b) mostra i risultati basati su un modello panel di proiezioni locali, che assume come variabili dipendenti i prezzi delle attività. Il modello include quattro ritardi delle variabili dipendenti, nonché ritardi delle variabili di controllo. Le linee tratteggiate riflettono gli intervalli di confidenza del 95 per cento. I risultati relativi a strumenti specifici legati alla ricchezza, per i tre gruppi della distribuzione della ricchezza sono in linea con quelli riportati nel pannello a) del grafico 8 e mostrano che la ricchezza immobiliare diminuisce in termini relativi in misura lievemente maggiore per il 50 per cento più povero, mentre quella finanziaria in misura maggiore per il 10 per cento più ricco.

<sup>34</sup> Cfr. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto R., Ragusa, G., "Measuring euro area monetary policy", *Working Paper Series*, n. 2281, BCE, maggio 2019. I risultati restano robusti se si utilizzano le scadenze a più lungo termine dei diversi strumenti di politica monetaria, come in Altavilla, C. et al. (2019), o altri shock di politica monetaria come quelli identificati in Jarociński, M. e Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n. 2, aprile 2020, pagg. 1-43.

## 6 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo introduce i nuovi conti distributivi sulla ricchezza disponibili, fornendo evidenze sull'eterogeneità nei livelli di ricchezza delle famiglie.** La concentrazione della ricchezza nell'area dell'euro è diminuita tra il 2015 e il 2023, poiché la ricchezza delle famiglie appartenenti alla fascia inferiore della distribuzione (50 per cento) ha segnato una ripresa più rapida rispetto a quella del 10 per cento più ricco, pur partendo da livelli relativamente più bassi. L'accumulo di ricchezza nella metà inferiore è stato sostenuto da aumenti relativamente più rapidi del valore delle attività finanziarie e immobiliari e dalla riduzione della leva finanziaria delle famiglie, che ha ridotto l'onere del debito e rafforzato i bilanci. La disuguaglianza della ricchezza nell'area dell'euro rimane significativamente inferiore rispetto agli Stati Uniti. Dal 2015 l'aumento dei prezzi delle abitazioni potrebbe aver ridotto la disuguaglianza nell'area dell'euro nel suo complesso, beneficiando prevalentemente, in termini relativi, la metà inferiore della distribuzione della ricchezza, in un contesto caratterizzato da eterogeneità tra paesi. Ciò ha più che compensato l'impatto delle transazioni immobiliari, che probabilmente ha avuto l'effetto opposto, poiché il 50 per cento più povero ha ridotto le proprie attività immobiliari, mentre le persone più abbienti ne hanno accumulate un numero maggiore.

**L'articolo si avvale inoltre dei conti distributivi sulla ricchezza per valutare l'impatto del recente aumento dell'inflazione e del conseguente inasprimento della politica monetaria sulla distribuzione della ricchezza.** Dall'analisi emerge che, in termini relativi, i bilanci delle famiglie meno abbienti hanno risentito meno del recente aumento dell'inflazione. Ciò è dovuto al fatto che, in termini reali, le loro passività sono state erose in misura maggiore, dato il saldo tra depositi in essere e debito. Allo stesso tempo, le famiglie più benestanti hanno risentito maggiormente delle perdite di ricchezza netta reale dovute alle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie in termini reali, poiché le rivalutazioni nominali per i diversi strumenti finanziari non hanno tenuto il passo con l'inflazione. Entrambi i gruppi hanno probabilmente subito perdite di ricchezza netta a seguito dell'inasprimento della politica monetaria. Mentre il 50 per cento inferiore ha probabilmente subito perdite di ricchezza immobiliare a causa del calo dei prezzi delle abitazioni, nel complesso dell'area dell'euro, per il 40 per cento intermedio e soprattutto per il 10 per cento più benestante, tali perdite probabilmente sono avvenute principalmente attraverso i canali della ricchezza finanziaria, mentre il ruolo degli immobili residenziali è stato più limitato.

### 3 Performance empirica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema a partire dal 2000

a cura di Mohammed Chahad, Anna-Camilla Hofmann-Drahonsky, Willi Krause, Bettina Landau e Antoine Sigwalt

#### 1 Introduzione

**Le previsioni macroeconomiche svolgono un ruolo fondamentale nella definizione della politica monetaria delle banche centrali.**

Le previsioni di inflazione consentono alla BCE di anticipare i rischi di deviazioni significative dall'obiettivo di medio termine del 2 per cento e di contrastarli adeguando in modo proattivo gli strumenti di politica monetaria a disposizione. Ai fini dell'adeguamento tempestivo della politica monetaria, le previsioni a medio termine assumono un particolare rilievo, considerati i ritardi e la variabilità nel tempo con cui gli shock di politica monetaria si trasmettono all'economia<sup>1</sup>.

**Le previsioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema dipendono da una serie di ipotesi, i cui errori costituiscono i potenziali fattori chiave alla base degli errori di previsione.**

Le previsioni di inflazione, a breve e a medio termine, sono subordinate a un insieme di ipotesi: tali previsioni condizionate sono definite proiezioni. Le ipotesi riguardano variabili connesse al contesto internazionale, ai prezzi delle materie prime, ai tassi di cambio e ai tassi di interesse. Ciò implica che, per ogni esercizio, differenze significative tra tali ipotesi esogene e le relative realizzazioni possono dar luogo a rilevanti errori di proiezione nelle variabili di interesse, quali l'inflazione e la crescita. Gli errori nelle ipotesi esogene spesso si rivelano essere una determinante fondamentale degli errori di proiezione. Altre determinanti derivano da shock economici imprevedibili, o quanto meno dall'ordine di grandezza inatteso di tali shock; da errori nella specificazione dei modelli, in quanto alcuni potrebbero non riuscire a simulare correttamente la trasmissione di tali shock, sebbene accuratamente previsti, al resto dell'economia; e, infine, da carenze informative nelle valutazioni degli esperti che vengono utilizzate per avviare ad alcuni dei limiti insiti nel processo previsivo e descritti in precedenza.

**In concomitanza alla recente impennata dell'inflazione, le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema sono state caratterizzate da errori di previsione significativi, mettendo in evidenza la necessità di monitorarne e analizzarne costantemente l'andamento, al fine di comprenderne le implicazioni per il processo di elaborazione delle proiezioni.**

Due riquadri del Bollettino economico, pubblicati rispettivamente nel 2022 e nel 2023, hanno analizzato i rilevanti errori nelle proiezioni di inflazione di quel periodo, mentre un

---

<sup>1</sup> Per ulteriori informazioni sul quadro di riferimento delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, cfr. *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises*, BCE, luglio 2016.

terzo riquadro, pubblicato all'inizio del 2024, ne ha documentato il miglioramento in concomitanza con il più recente calo dell'inflazione<sup>2</sup>. Tali riquadri si sono concentrati sull'accuratezza delle previsioni mentre altri studi hanno esaminato anche altre proprietà delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, quali l'assenza di distorsione e l'efficienza<sup>3</sup>. Le previsioni sono considerate efficienti se nessun'altra informazione a disposizione degli esperti al momento della stima consente di spiegarne gli errori. Una previsione che non presenta distorsioni ed è al tempo stesso efficiente si definisce razionale<sup>4</sup>. Secondo Kontogeorgos e Lambrias le proiezioni di inflazione elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema sono razionali<sup>5</sup>. Tuttavia, il periodo campionario considerato nella loro analisi era precedente alla pandemia di coronavirus (COVID-19) e ai successivi shock atipici che hanno colpito le economie mondiali e, in particolare, quella dell'area dell'euro. Inoltre, lo studio si basava principalmente su test standard, che non tengono conto della variabilità nel tempo della capacità predittiva.

### **Il presente articolo integra le precedenti analisi condotte sugli errori nelle previsioni di inflazione formulate dalla BCE e dall'Eurosistema in tre modi.**

In primo luogo, amplia l'orizzonte temporale includendo i dati a partire dai primi mesi del 2000 fino all'inizio del 2024, offrendo un quadro più completo della performance delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. In secondo luogo, l'articolo approfondisce ulteriormente l'analisi valutando le proprietà delle proiezioni di inflazione mediante test robusti anche a fronte di contesti instabili, in cui le prestazioni del modello potrebbero variare nel tempo (cfr. il riquadro 1). In terzo luogo, esamina anche fattori che potrebbero spiegare le proprietà delle proiezioni relative allo IAPC complessivo: a) analizzando le componenti dello IAPC, come quella alimentare ed energetica e lo IAPC al netto di entrambe le componenti; e b) esaminando il ruolo di determinate ipotesi esogene. Se quest'ultimo è direttamente connesso alla natura subordinata delle proiezioni, l'analisi delle componenti dello IAPC fa riferimento all'approccio bottom-up delle proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, in quanto quelle della BCE e dell'Eurosistema a essa relative sono ricavate dall'aggregazione delle proiezioni di un insieme di componenti dello IAPC.

### **Nel complesso, il presente articolo offre una valutazione empirica approfondita delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione nell'area dell'euro a partire dai primi mesi del 2000.**

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 5 *A cosa si devono i recenti errori nelle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE?* nel numero 3/2022 di questo Bollettino; il riquadro 6 *Una valutazione aggiornata delle proiezioni di inflazione a breve termine formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE* nel numero 1/2023 di questo Bollettino e il riquadro 5 *Un aggiornamento sull'accuratezza delle recenti proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE per l'inflazione a breve termine* nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> Cfr., ad esempio, Argiri, E., Hal, S.G., Momtsia, A., Papadopoulou, D.M., Skotida, I., Tavlas, G.S. e Wang, Y., "An evaluation of the inflation forecasting performance of the European Central Bank, the Federal Reserve, and the Bank of England", *Journal of Forecasting*, vol. 43(4), luglio 2024, pagg. 932-947 e Granziera, E., Jalasjoki, P. e Paloviita, M., "The Bias of the ECB Inflation Projections: A State-Dependent Analysis", *Working Paper*, n. 11/2024, Norges Bank, maggio 2024.

<sup>4</sup> Cfr. Mincer, J. e Zarnowitz, V., "The Evaluation of Economic Forecasts", in Mincer, J. (a cura di), *Economic Forecasts and Expectations: Analysis of Forecasting Behavior and Performance*, National Bureau of Economic Research, 1969, pagg. 3-46.

<sup>5</sup> Cfr. Kontogeorgos, G. e Lambrias, K., "Evaluating the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections: The first 20 years", *Journal of Forecasting*, vol. 41(2), marzo 2022, pagg. 213-229.

La sezione 2 descrive i dati utilizzati per condurre l'analisi e valuta la performance delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema rispetto a quelle elaborate da altri previsori, nonché il ruolo degli errori nelle ipotesi esogene. La sezione 3 esamina la capacità predittiva delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema in termini assoluti, analizzando le proprietà delle proiezioni per l'inflazione complessiva e per le sue componenti ed esaminando i fattori alla base degli errori.

## Riquadro 1

### Valutare la variabilità nel tempo della capacità predittiva: test delle fluttuazioni e test della razionalità delle fluttuazioni

In presenza di capacità predittiva variabile nel tempo ("instabilità") è possibile utilizzare due test:

a) il test della razionalità delle fluttuazioni (Rossi e Sekhposyan), che consente di valutare la capacità predittiva assoluta e, in particolare, verificare la razionalità delle previsioni (assenza di distorsione ed efficienza); e b) il test delle fluttuazioni (Giacomini e Rossi), che consente di confrontare la capacità predittiva di due proiezioni concorrenti (capacità predittiva relativa)<sup>6</sup>.

#### Test della razionalità delle fluttuazioni

Il test della razionalità delle fluttuazioni di Rossi e Sekhposyan (R&S) è un test basato su regressione (cfr. Mincer e Zarnowitz; e West e McCracken)<sup>7</sup>, volto a verificare diverse ipotesi relative alle previsioni in presenza di instabilità. In pratica, l'errore di previsione associato a una previsione su un orizzonte temporale di  $h$  periodi in avanti ( $\hat{y}_{t+h|t}$ ) viene regredito su una funzione vettoriale  $g_t$ :

$$y_{t+h} - \hat{y}_{t+h|t} = \theta g_t + \eta_{t+h}$$

dove  $y_{t+h}$  è il valore effettivo realizzato. Tutti i test consistono nel verificare l'ipotesi nulla  $H_0: \theta = 0$  contro  $H_A: \theta \neq 0$  mediante la statistica di Wald standard con diversi valori per  $g_t$ . Per quanto riguarda l'assenza di distorsione, ovvero per verificare se gli errori di previsione sono, in media, uguali ai valori effettivi osservati, si fissa  $g_t = 1$ . Verificare l'efficienza della previsione comporta controllare che nessuna informazione rilevante a disposizione degli esperti alla data della stima è in grado di spiegarne gli errori. Un esempio particolare in tal senso consiste nel verificare se le previsioni si adeguano in maniera troppo graduale agli shock macroeconomici e reagiscono debolmente alle nuove informazioni. Ciò vale nel caso in cui le revisioni apportate alle previsioni spiegano in parte gli errori nelle proiezioni. Nel cosiddetto test di oversmoothing,  $g_t = \hat{y}_{t+h|t} - \hat{y}_{t+h|t-1}$ .

Uno dei principali valori aggiunti del test di R&S è la capacità di ricavare valori critici per le statistiche calcolate su finestre mobili al fine di verificare la variabilità nel tempo della razionalità delle previsioni. I valori critici dipendono dalle dimensioni della finestra mobile e del campione. Tale metodo consente di evitare le insidie derivanti dal calcolo della media delle instabilità, fornendo pertanto una valutazione più accurata della razionalità delle previsioni in presenza di instabilità.

<sup>6</sup> Cfr. Rossi, B. e Sekhposyan, T., "Forecast Rationality Tests in the Presence of Instabilities, with Applications to Federal Reserve and Survey Forecasts", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 31(3), aprile/maggio 2016, pagg. 507-532; e Giacomini, R. e Rossi, B., "Forecast comparisons in unstable environments", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25(4), giugno/luglio 2010, pagg. 595-620.

<sup>7</sup> Cfr. Mincer, J. e Zarnowitz, V., op. cit.; e West, K.D. e McCracken, M.W., "Regression-Based Tests of Predictive Ability", *International Economic Review*, vol. 39(4), novembre 1998, pagg. 817-840.

L'ipotesi nulla è rifiutata se la statistica di test supera il valore critico almeno una volta nella serie delle finestre mobili considerate. Tale test consente di ottenere evidenze migliori della razionalità delle previsioni rispetto ai test tradizionali.

### Test delle fluttuazioni

Il test delle fluttuazioni di Giacomini e Rossi (G&R) analizza la performance relativa locale di due previsioni concorrenti nel tempo avvalendosi di finestre mobili. Adottando l'approccio dei test standard di Diebold e Mariano e di Giacomini e White, i test sono condotti su finestre mobili per tenere conto della variabilità nel tempo della relativa capacità predittiva<sup>8</sup>. In pratica, si considera una funzione di perdita quadratica e si calcolano le differenze dell'errore quadratico medio di previsione (EQMP) al di fuori del campione tra le due proiezioni in ciascuna finestra  $\Delta(EQMP_t^{\text{Eurosistema}} - EQMP_t^{\text{Benchmark}})$ , dove  $EQMP_t^X$  è l'EQMP associato alla previsione elaborata dalla BCE e dall'Eurosistema ( $X$ : Eurosistema) e la previsione di riferimento (benchmark) ( $X$ : Benchmark). Il test verifica se tale differenza è significativamente diversa da zero avvalendosi di un semplice approccio di regressione con stime su finestre mobili, come nel test della razionalità delle fluttuazioni. Se tale differenza supera i valori critici in un dato momento, ciò indica che in quella specifica finestra una previsione ha mostrato una performance migliore rispetto all'altra.

Gli approcci basati su finestre mobili consentono di adeguare i test ai potenziali cambiamenti che si verificano nel processo generatore dei dati e ciò li rende particolarmente utili nei contesti instabili, in cui la capacità predittiva potrebbe variare nel tempo.

---

## 2 Accuratezza delle proiezioni di inflazione formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema

### Panoramica dei dati

**Per valutare l'accuratezza e determinate proprietà delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, si utilizza un database trimestrale di errori di proiezione costruito per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC e per le sue principali componenti.** Gli errori di previsione sono definiti come la differenza tra i valori effettivamente realizzati e le proiezioni sugli orizzonti temporali da T+0 a T+8. I valori effettivi sono presi dalla seconda pubblicazione delle serie di dati in tempo reale e T+0 indica la previsione dell'inflazione nello stesso trimestre (nowcast), mentre T+8 indica una previsione otto trimestri in avanti (cfr., ad esempio, il grafico 1, che illustra la dinamica degli errori relativi all'inflazione misurata sullo IAPC su diversi orizzonti di previsione). Si considerano i campioni più ampi disponibili per tutti questi dati, includendo anche periodi influenzati da eventi difficili da prevedere che hanno dato luogo a errori di previsione rilevanti, quali la crisi finanziaria mondiale o la guerra russa contro l'Ucraina. Inoltre, si costruisce un

---

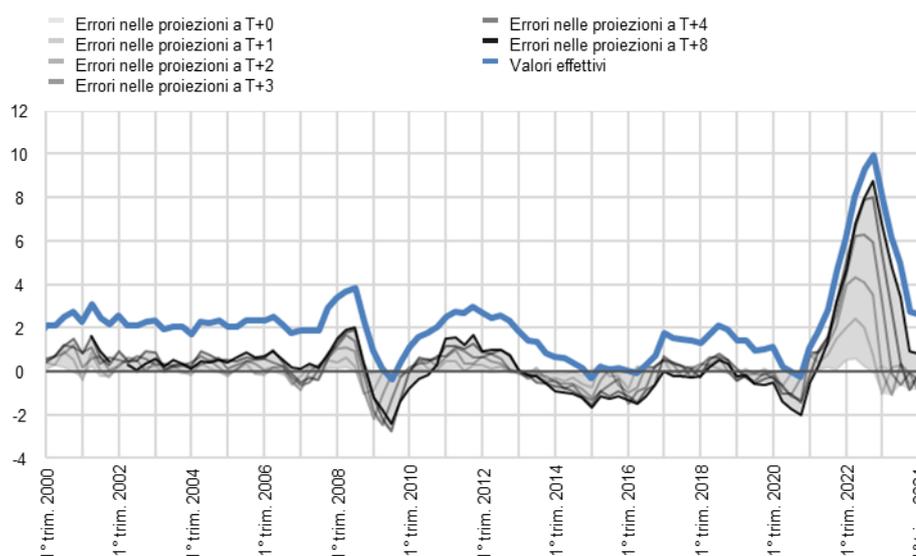
<sup>8</sup> Cfr. Diebold, F.X. e Mariano, R.S., "Comparing Predictive Accuracy", *Journal of Business & Economic Statistics*, vol. 20(1), gennaio 2002, pagg. 134-144; e Giacomini, R. e White, H., "Tests of Conditional Predictive Ability", *Econometrica*, vol. 74(6), novembre 2006, pagg. 1545-1578.

database degli errori di proiezione per l'inflazione complessiva corretto per l'impatto dei prezzi dei beni energetici, dei tassi di cambio, dei tassi di interesse e dei corsi azionari ("ipotesi basate sul mercato"), nonché dei prezzi all'esportazione dei partner commerciali, della domanda estera e dei prezzi dei beni alimentari ("ipotesi non basate sul mercato"). La correzione è stata effettuata eliminando gli errori causati da tali ipotesi esogene, sfruttando le elasticità lineari dei modelli di previsione dell'Eurosistema stimate in tempo reale. In pratica, si calcola l'andamento delle proiezioni che gli esperti della BCE e dell'Eurosistema avrebbero prodotto se fosse stato noto in anticipo l'andamento effettivo di tali ipotesi che spesso, come nel caso dei prezzi delle materie prime energetiche, non sono elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Ciò consente di valutare se la fonte degli errori è riconducibile alle ipotesi esogene o ad altri fattori, come, ad esempio, la non corretta specificazione del modello.

### Grafico 1

Inflazione complessiva misurata sullo IAPC ed errori di previsione della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sugli orizzonti da T+0 a T+8

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; errori in punti percentuali, dati trimestrali)



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu indica le realizzazioni dell'inflazione sul periodo corrispondente misurata sullo IAPC. Le linee grigie indicano gli errori, in punti percentuali, nelle proiezioni dello IAPC formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, definiti come la differenza tra il valore effettivo dell'inflazione sul periodo corrispondente misurata sullo IAPC e la relativa proiezione su vari orizzonti temporali da T+0 (grigio più chiaro) a T+8 (grigio più scuro). L'area grigia ombreggiata comprende l'intero intervallo di tali errori di proiezione sui diversi orizzonti temporali.

**Al fine di confrontare le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema con quelle di altri previsori, è stato costruito un database analogo che include le previsioni di inflazione ricavate dalle indagini e quelle basate sul mercato.** Considerate le loro buone prestazioni empiriche (cfr., ad esempio, Faust e Wright), le previsioni basate sulle indagini forniscono dei validi benchmark<sup>9</sup>. Il presente articolo si basa in particolare sulle previsioni di Consensus

<sup>9</sup> Cfr. Faust, J. e Wright, J., "Forecasting Inflation", in Elliot, G., Granger, C. e Timmermann, A. (a cura di), *Handbook of Economic Forecasting*, vol. 2, Elsevier, 2013, capitolo 1, pagg. 2-56.

Economics in quanto presentano le caratteristiche necessarie per effettuare il confronto con le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, come, ad esempio, l'ampia copertura del campione e le proiezioni su orizzonte fisso. Per motivi analoghi, si tiene conto anche delle previsioni basate sul mercato, che ai fini di questa analisi si riferiscono a due strumenti principali: gli swap indicizzati all'inflazione (inflation-linked swaps, ILS) e le quotazioni dell'inflazione (cfr. la tavola 1 che riepiloga tutti i dati disponibili e alcune loro caratteristiche). Gli ILS sono disponibili a partire da quelli con scadenza a un anno e in successivi intervalli temporali di un anno con scadenza a pronti. Le scadenze più brevi sono calcolate mediante l'interpolazione lineare del logaritmo dell'indice dei prezzi destagionalizzato su base trimestrale a partire dai tassi ILS e reintroducendo la stagionalità sulla base degli andamenti storici osservati negli ultimi cinque anni su base mobile. Le quotazioni dell'inflazione, a partire da settembre 2018, offrono informazioni con scadenze più brevi rispetto ai tassi ILS. Entrambi gli strumenti monitorano principalmente lo IAPC al netto dei tabacchi. Inoltre, i tassi di inflazione ricavati da tali strumenti non riflettono soltanto le aspettative di inflazione, ma anche i premi per il rischio di inflazione, che possono essere positivi o negativi. Sebbene i premi per il rischio non legati all'inflazione e altre imperfezioni (spesso definiti collettivamente "premi di liquidità") possano influenzare tali prodotti, il loro impatto sul contenuto informativo e sulla capacità di previsione è considerato marginale<sup>10</sup>.

## Tavola 1

### Disponibilità delle proiezioni di riferimento

	Prima osservazione	Osservazione più recente	Commenti
<b>Proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema</b>			
IAPC	4° trim. 1998	1° trim. 2024	
Componente energetica dello IAPC	4° trim. 1998	1° trim. 2024	4° trim. 1998 - 3° trim. 2000: solo fino a T+4
Componente alimentare dello IAPC	4° trim. 1998	1° trim. 2024	4° trim. 1998 - 1° trim. 2010: solo fino a T+4
IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare	4° trim. 1998	1° trim. 2024	4° trim. 1998 - 1° trim. 2010: solo fino a T+4
<b>Parametri di riferimento</b>			
Consensus Economics	4° trim. 2002	1° trim. 2024	Completa fino a T+ 6, parzialmente disponibile per T+ 7 e non disponibile per T+ 8 Le date di ultimo aggiornamento seguono sempre quelle delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.
Previsioni basate sul mercato	1° trim. 2005	1° trim. 2024	Dal primo trimestre del 2005 al secondo trimestre del 2018, sulla base dell'interpolazione tra i tassi ILS Alla data di ultimo aggiornamento delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, Consensus Economics ed elaborazioni degli esperti della BCE.

**Per quanto riguarda le due previsioni benchmark, è opportuno osservare che il confronto con le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema presenta dei limiti.** Le date di ultimo aggiornamento delle

<sup>10</sup> Cfr. il riquadro 7 *Il ruolo dei fattori tecnici nei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro* nel numero 3/2024 di questo Bollettino.

previsioni mensili di Consensus Economics sono sempre più recenti rispetto a quelle delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, offrendo potenzialmente un lieve vantaggio informativo alle prime, mentre, per quanto riguarda le previsioni basate sul mercato, gli ILS e le quotazioni dell'inflazione sono rilevati, ove disponibili, alle date limite per l'aggiornamento delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Inoltre, dato che le quotazioni dell'inflazione precedenti a settembre 2018 non sono disponibili, le proiezioni di inflazione basate sul mercato sono elaborate utilizzando i tassi ILS con scadenza a un anno e le scadenze più brevi sono successivamente calcolate interpolando la scadenza a un anno e i valori effettivi. Di conseguenza, è opportuno interpretare con cautela le proiezioni a breve termine basate sui mercati così ottenute.

## Accuratezza delle proiezioni per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC

**Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema mostrano prestazioni analoghe o migliori, salvo alcune eccezioni, rispetto alle previsioni in tempo reale, al di fuori del campione, basate sulle indagini e sui dati di mercato.** Gli approcci basati sulle indagini e sui dati di mercato forniscono previsioni in tempo reale, sebbene le informazioni utilizzate dai previsori possano differire da quelle a disposizione degli esperti della BCE e dell'Eurosistema, in quanto le date di ultimo aggiornamento dei dati sono leggermente diverse. Le informazioni di cui si avvalgono tali previsori sono probabilmente più ampie rispetto a qualsiasi semplice modello benchmark e includono anche le valutazioni degli esperti che risultano rilevanti e difficili da quantificare. Costituiscono, pertanto, un benchmark impegnativo per le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, l'accuratezza delle proiezioni di inflazione elaborate da questi ultimi è pari o superiore a quella osservata per le proiezioni benchmark (cfr. la tavola 2), con le radici degli errori quadratici medi (REQM) relative prossime o superiori all'unità in diversi casi. Tuttavia, sugli orizzonti temporali brevi le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema mostrano una performance inferiore a quella delle previsioni basate sul mercato. Ciò riflette principalmente la relativa minore accuratezza delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema osservata nel recente periodo di inflazione elevata. Al netto di quest'ultimo, le proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema tendono a mostrare prestazioni migliori rispetto sia alle proiezioni ricavate dalle indagini sia a quelle basate sul mercato<sup>11</sup>. Inoltre, utilizzando la scomposizione standard delle REQM nella distorsione e nella varianza degli errori di previsione, le previsioni di inflazione a breve termine basate sugli ILS presentano maggiori distorsioni rispetto alle corrispondenti previsioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, sebbene presentino una performance migliore rispetto a queste ultime. Ciò indica che la performance relativamente inferiore delle proiezioni a breve termine elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema dipendono da una più

<sup>11</sup> Analogamente, osservando gli errori assoluti medi, quelli relativi sono compresi tra 0,97 e 1,30 sull'intero campione disponibile, evidenziando un peggioramento meno marcato a partire dal periodo precedente al 2021.

elevata varianza degli errori di previsione, probabilmente a causa di una maggiore rigidità rispetto alle previsioni basate sugli ILS. Tuttavia, è opportuno interpretare con cautela i risultati ottenuti da queste ultime, considerato che, fino al 2018, le proiezioni da T+0 a T+3 sono costruite sulla base di interpolazioni degli swap indicizzati all'inflazione con scadenza a un anno e dell'inflazione effettiva.

## Tavola 2

REQM di altre previsioni rispetto alle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema

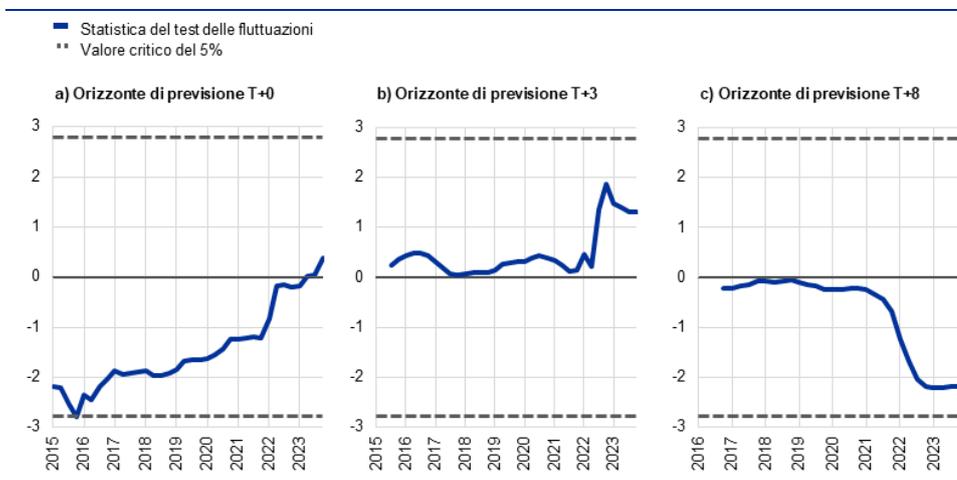
		T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
Intero campione	Prodotti finanziari indicizzati all'inflazione*	1,32	0,88	0,91	0,96	0,99	1,03	1,05	1,07	1,09
	Consensus Economics**	0,84	0,91	0,96	0,99	1,00	1,01	1,00	0,99	-
Fino al 2019	Prodotti finanziari indicizzati all'inflazione*	2,28	1,14	0,96	0,94	0,94	1,00	1,04	1,04	1,05
	Consensus Economics**	1,01	1,03	1,02	1,01	0,98	0,98	1,01	1,02	-

Fonti: Consensus Economics ed elaborazioni della BCE basate sulle quotazioni dell'inflazione e sugli swap indicizzati all'inflazione. Note: tutte le REQM sono divise per la REQM corrispondente delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Pertanto, un valore inferiore a 1 indica che le proiezioni sono più accurate rispetto a quelle formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, mentre un valore superiore a 1 indica il contrario. \* Le REQM relative per i prodotti finanziari indicizzati all'inflazione (ILS e quotazioni dell'inflazione) si basano sullo IAPC al netto dei tabacchi. Inoltre, dato che le proiezioni formulate dalla BCE e dall'Eurosistema per quest'ultimo sono disponibili solo fino agli orizzonti T+3 e, in parte, per l'orizzonte T+4, per i dati mancanti si considera che gli errori di previsione della BCE e dell'Eurosistema relative allo IAPC al netto dei tabacchi siano uguali agli errori di previsione relativi all'inflazione complessiva. \*\* Per Consensus Economics, le previsioni fino al quarto trimestre del 2006 sono arrotondate alla prima cifra decimale e lo stesso arrotondamento è stato applicato alle corrispondenti proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

**Nella maggior parte dei casi, la differenza di capacità predittiva tra le stime degli esperti della BCE e dell'Eurosistema e quelle di Consensus Economics e dei mercati non è statisticamente significativa su tutti gli orizzonti previsivi e nel tempo.** Le differenze evidenziate nella tavola 2 non sono significative da un punto di vista statistico. I test standard di Diebold e Mariano indicano che le differenze in termini di capacità predittiva su qualsiasi orizzonte temporale non sono significative al livello di confidenza del 5 per cento. Tenendo conto della potenziale variazione nel tempo della capacità predittiva relativa, il test di G&R conferma tali risultati, con l'eccezione delle previsioni per il trimestre in corso (nowcast) basate sul mercato, la cui performance risulta notevolmente inferiore rispetto a quella delle corrispondenti previsioni elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema (cfr. il pannello a) del grafico 2). Considerato che i pannelli per gli orizzonti alternativi mostrano una variazione temporale relativamente modesta dei differenziali di perdita e che, in assenza di instabilità, il test di G&R tende a essere meno potente con finestre mobili di dimensioni ridotte, sono stati condotti anche test con finestre mobili ampie. Tuttavia, i controlli di robustezza effettuati con finestre più ampie confermano tutti i risultati e indicano l'assenza di differenze significative nella capacità predittiva.

## Grafico 2

Capacità predittiva relativa: previsioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema e previsioni basate sul mercato



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: le statistiche relative ai test di fluttuazione riflettono la differenza tra l'errore quadratico medio (EQM) delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema e quello delle previsioni basate sul mercato, calcolato su finestre mobili di 32 trimestri.

Valori positivi (negativi) indicano che le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema mostrano una performance inferiore (superiore) a quella delle previsioni basate sul mercato. Tale performance inferiore/superiore è considerata statisticamente significativa se il test supera il valore critico al livello di significatività del 5 per cento.

Le proiezioni di inflazione ricavate dai mercati si basano sullo IAPC al netto dei tabacchi. Dato che le proiezioni elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema per quest'ultimo sono disponibili solo fino agli orizzonti temporali T+3 e, in parte, per l'orizzonte temporale T+4, i dati mancanti sono stati attribuiti ipotizzando errori di proiezione analoghi per lo IAPC complessivo, lo IAPC al netto dei tabacchi e la componente tabacchi dello IAPC.

## Ruolo delle componenti dello IAPC e delle ipotesi esogene

**L'accuratezza delle proiezioni è sostanzialmente simile, su tutti gli orizzonti di previsione, per l'inflazione complessiva e per le sue principali componenti, compresa l'inflazione misurata sullo IAPC relativa all'energia e quella calcolata al netto dei beni energetici e alimentari.** La tavola 3 mostra le REQM degli ultimi dodici anni relative all'inflazione misurata sullo IAPC e alle sue principali componenti<sup>12</sup>. La forte correlazione tra il livello di volatilità delle variabili e le REQM è confermata dai risultati: la componente energetica dello IAPC presenta i valori di REQM di gran lunga più elevati, mentre per lo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare si osservano i valori più bassi. Tuttavia, le REQM corrette per la volatilità ("REQM riscalate") mostrano una riduzione significativa dell'eterogeneità tra variabili: ad esempio, l'accuratezza delle previsioni per la componente energetica dello IAPC si colloca nella parte centrale dell'intervallo di accuratezza predittiva delle altre componenti. Inoltre, le proiezioni relative alla componente energetica dello IAPC tendono a essere leggermente meno accurate rispetto a quelle delle altre componenti su orizzonti temporali brevi, ma il livello di accuratezza aumenta sugli orizzonti più lunghi. Per quanto riguarda le proiezioni relative allo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare, si osserva un andamento leggermente diverso: l'accuratezza tende infatti a peggiorare su orizzonti di proiezione più lunghi rispetto, ad esempio, all'inflazione complessiva misurata

<sup>12</sup> Tale campione rappresenta quello comune più ampio per tutte le variabili e gli orizzonti di proiezione considerati. La scelta è stata effettuata al fine di consentire il confronto tra variabili e orizzonti.

sullo IAPC. È importante notare che, mentre gli errori di previsione dello IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare sono più contenuti rispetto a quelli di altre componenti dello IAPC, le correzioni apportate per la minore volatilità delle sue realizzazioni rivelano un'accuratezza delle proiezioni che nel complesso è analoga a quella delle altre variabili.

### Tavola 3

REQM dell'inflazione misurata sullo IAPC e altri indicatori di inflazione nelle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

REQM	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
<b>IAPC</b>	<b>0,14</b>	<b>0,71</b>	<b>1,31</b>	<b>1,91</b>	<b>2,40</b>	<b>2,55</b>	<b>2,62</b>	<b>2,66</b>	<b>2,66</b>
Componente alimentare dello IAPC	0,23	0,97	1,80	2,64	3,31	3,56	3,66	3,72	3,76
Componente energetica dello IAPC	0,92	4,56	7,96	10,66	12,58	12,72	12,51	12,35	12,23
IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare	0,07	0,33	0,59	0,89	1,18	1,29	1,38	1,45	1,49
<b>REQM riscalata</b>	<b>T+0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>	<b>T+3</b>	<b>T+4</b>	<b>T+5</b>	<b>T+6</b>	<b>T+7</b>	<b>T+8</b>
<b>IAPC</b>	<b>0,08</b>	<b>0,39</b>	<b>0,72</b>	<b>1,04</b>	<b>1,31</b>	<b>1,38</b>	<b>1,42</b>	<b>1,43</b>	<b>1,43</b>
Componente alimentare dello IAPC	0,09	0,37	0,67	0,99	1,23	1,32	1,36	1,38	1,40
Componente energetica dello IAPC	0,09	0,47	0,82	1,08	1,28	1,30	1,27	1,25	1,23
IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare	0,07	0,33	0,59	0,89	1,17	1,28	1,36	1,43	1,46

Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutte le REQM sono calcolate sul campione comune più ampio per tutte le variabili e gli orizzonti di previsione (dal secondo trimestre del 2012 al primo trimestre del 2024).

**Correggere gli errori nelle variabili esogene consente di migliorare notevolmente l'accuratezza delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema e mette in evidenza il contributo degli errori non solo nelle ipotesi sui corsi petroliferi ma anche in altre ipotesi esogene.** Per valutare

l'accuratezza delle proiezioni elaborate dagli esperti a prescindere dagli errori in determinate ipotesi esogene, per lo più previste dai mercati, si calcolano le REQM anche per le proiezioni che ipotizzano l'assenza di errori nelle ipotesi basate sul mercato e nelle altre ipotesi descritte nella sezione 2. La tavola 4 mostra le REQM per le proiezioni dello IAPC elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema corrette per le diverse ipotesi esogene. Evidenzia il significativo contributo apportato dagli errori nelle ipotesi sui corsi petroliferi agli errori di previsione complessivi per l'inflazione misurata sullo IAPC. In particolare, la correzione degli errori nell'ipotesi sui corsi petroliferi riduce di oltre il 15 per cento la REQM dell'inflazione misurata sullo IAPC, mentre la correzione degli errori in altre ipotesi basate sul mercato, compreso il tasso di cambio effettivo, non modifica in misura significativa il livello di accuratezza delle previsioni degli ultimi dodici anni. L'analisi non comprende le correzioni degli errori nelle ipotesi riguardanti i prezzi del gas, che consentirebbe di

migliorare ulteriormente l'accuratezza delle proiezioni, in particolare per il periodo successivo alla pandemia. Inoltre, una volta corretti gli errori in altre ipotesi esogene, la qualità delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema aumenta ulteriormente, in particolare per gli orizzonti di previsione più lunghi. Ciò sottolinea il ruolo che le imprecisioni relative a fattori quali la domanda estera e i prezzi svolgono per gli errori di previsione sull'inflazione interna.

#### Tavola 4

REQM delle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto della correzione degli errori nelle ipotesi esogene rispetto alle REQM non corrette.

REQM corretta per	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
<b>Tutte le ipotesi</b>	0,86	0,77	0,74	0,72	0,71	0,68	0,65	0,62	0,60
<b>Tutte le ipotesi basate sul mercato</b>	0,88	0,81	0,80	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,81
Corsi petroliferi	0,89	0,84	0,83	0,83	0,84	0,85	0,84	0,84	0,83
Tasso di cambio nominale	1,00	1,00	0,99	0,99	0,99	0,99	1,00	1,00	1,00

Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: tutte le REQM sono calcolate sul campione comune più ampio per tutte le variabili e gli orizzonti di previsione (dal secondo trimestre del 2012 al primo trimestre del 2024). Tutte le REQM sono divise per la REQM corrispondente delle proiezioni dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC. Pertanto, un valore inferiore a 1 indica che le proiezioni sono più accurate rispetto a quelle relative all'inflazione misurata sullo IAPC che non sono state corrette, mentre un valore superiore a 1 indica il contrario.

### 3 Altre proprietà delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema

#### Distorsioni e rigidità nelle proiezioni sull'inflazione complessiva elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema

##### Individuare potenziali distorsioni nelle proiezioni elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema può contribuire a migliorarne l'accuratezza.

Una distorsione indica una sovrastima/sottostima sistematica e persistente della variabile di interesse. Tale distorsione, tuttavia, non riflette necessariamente una carenza o un uso non corretto delle informazioni, in quanto diversi studi suggeriscono che i previsori delle banche centrali dispongono di competenze e dati adeguati per stimare in modo efficiente le variabili di interesse, ma per gli esperti potrebbe risultare ottimale formulare una proiezione ottimistica o pessimistica<sup>13</sup>. Tuttavia, identificare la distorsione e le sue potenziali fonti può migliorare l'accuratezza delle proiezioni. Comprendere se le previsioni tendono a sovrastimare o sottostimare sistematicamente la variabile di interesse consente di correggere i modelli o le metodologie di previsione e controbilanciare le distorsioni ingiustificate. In questo modo è possibile migliorare l'accuratezza complessiva delle proiezioni future. È inoltre opportuno rilevare che non è semplice valutare le distorsioni delle previsioni e che shock imprevedibili di grande entità in un'unica direzione, come quelli osservati

<sup>13</sup> Questo tipo di distorsione è definita "distorsione razionale". Cfr., ad esempio, Batchelor, R., "Bias in macroeconomic forecasts", *International Journal of Forecasting*, vol. 23, numero 2, aprile-giugno 2007, pagg. 189-203; e Herbert, S., "State-dependent Central Bank Communication with Heterogeneous Beliefs", *Working Papers*, n. 875, Banque de France, aprile 2022.

nel 2021-2022, possono dar luogo a errori di previsione correlati serialmente che non riflettono necessariamente una carenza nel processo di elaborazione delle proiezioni.

**I test della razionalità delle fluttuazioni indicano che, generalmente, le proiezioni per l'inflazione complessiva elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema non presentano distorsioni, sebbene vi siano periodi specifici, talvolta di breve durata, in cui tale assenza di distorsione viene meno.**

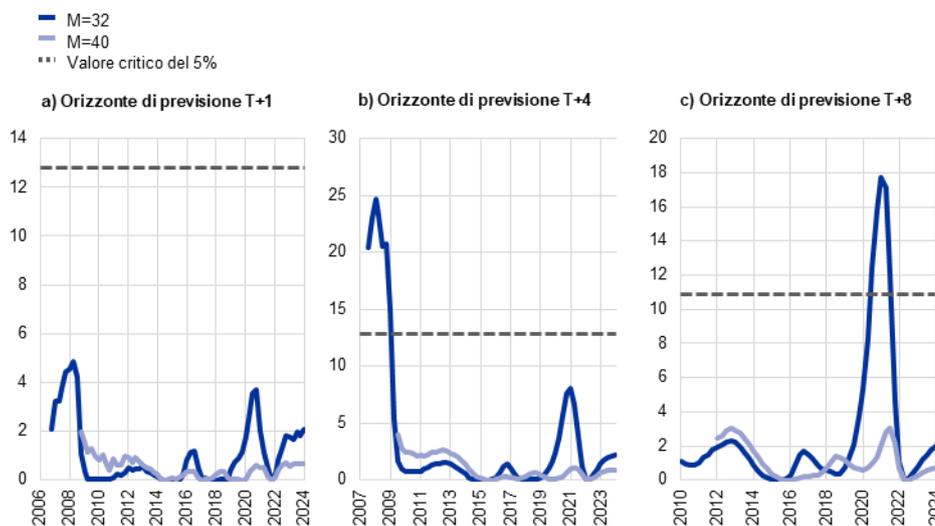
Aniché valutare la distorsione delle previsioni sull'intero campione disponibile, il test della razionalità delle fluttuazioni di R&S consente di verificare l'assenza di distorsioni su finestre più piccole, per evitare che le distorsioni si compensino sull'intero campione. Un elemento fondamentale del test di R&S è la dimensione della finestra mobile, che deve essere abbastanza ampia, in particolare per gli orizzonti temporali lunghi. Si applica l'approccio di Rossi e Sekhposyan prendendo in considerazione finestre di diverse dimensioni (cfr. il grafico 3). Considerando finestre mobili di 32 trimestri, l'ipotesi di assenza di distorsione viene rifiutata dai test della razionalità delle fluttuazioni per quasi tutti gli orizzonti di previsione. Aumentando leggermente la finestra a 40 trimestri, non si rilevano distorsioni in alcun orizzonte temporale<sup>14</sup>. Tale mancanza di robustezza nei test della razionalità delle fluttuazioni indica la presenza di periodi specifici in cui viene meno l'assenza di distorsioni nelle proiezioni per l'inflazione complessiva elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Inoltre, il test della razionalità delle fluttuazioni di R&S offre informazioni utili sulle tempistiche dello scostamento dall'assenza di distorsione. Il grafico 3 mostra due scostamenti notevoli nel 2007-2009 e nel 2020. Ciò indica che, negli otto anni precedenti a tali date, gli esperti della BCE e dell'Eurosistema hanno costantemente sottostimato o sovrastimato l'inflazione. Inoltre, escludendo gli esercizi di proiezione all'inizio del campione (fino a dicembre 2000), non si rilevano distorsioni negli errori di proiezione fino agli orizzonti a quattro trimestri in avanti, anche in presenza di finestre mobili di dimensioni ridotte.

---

<sup>14</sup> Considerando l'intero campione disponibile, i test tradizionali non rifiutano l'ipotesi di assenza di distorsione al livello di significatività del 5 per cento o su qualsiasi orizzonte di previsione compreso tra T+0 e T+8.

### Grafico 3

Test della razionalità delle fluttuazioni relativo alla distorsione nell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse delle ordinate corrisponde al valore della statistica di Wald del test con finestre mobili di 32 trimestri (M=32, linea blu) e di 40 trimestri (M=40, linea grigia). L'asse delle ascisse corrisponde alla data delle rilevazioni più recenti della finestra mobile. Ad esempio, il livello massimo dei risultati del test della razionalità delle fluttuazioni nel primo trimestre del 2021 per una finestra mobile di 32 trimestri si riferisce ai risultati per il periodo compreso tra il secondo trimestre del 2013 e il primo trimestre del 2021. L'ipotesi nulla di mancanza di assenza di distorsione è rifiutata se la statistica di Wald supera il valore critico al livello del 5 per cento (linea grigia tratteggiata). Sebbene cambino a seconda della lunghezza della finestra mobile, i valori critici sono generalmente simili. Per semplicità, si riporta solo il valore critico al livello del 5 per cento per una finestra di 32 trimestri.

**Tale distorsione occasionale nelle proiezioni per lo IAPC potrebbe in parte riflettere alcune rigidità nelle proiezioni sull'inflazione complessiva, in particolare per gli orizzonti a breve termine<sup>15</sup>.** La presenza di errori di

previsione persistenti potrebbe indicare che nelle revisioni delle previsioni non sono state correttamente considerate le nuove informazioni rese disponibili tra un esercizio previsivo e il successivo<sup>16</sup>. Per verificare questo aspetto, è stato condotto un test di oversmoothing con l'obiettivo di valutare se le previsioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema tendono ad adeguarsi troppo facilmente agli shock macroeconomici e a reagire debolmente alle nuove informazioni (cfr. il riquadro 1 per i dettagli matematici del test). I risultati confermano la presenza di tali rigidità nelle proiezioni elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema fino agli orizzonti temporali a tre trimestri in avanti, ma non rifiutano l'assenza di un'eccessiva gradualità nella revisione delle proiezioni per gli orizzonti più lunghi (cfr. il grafico 4)<sup>17</sup>. Tale risultato è confermato anche dai test di correlazione seriale, che evidenziano negli errori di previsione un'autocorrelazione di ordine rigorosamente inferiore all'orizzonte di previsione corrispondente, ad eccezione degli orizzonti fino a due trimestri in avanti, infrangendo di conseguenza una delle condizioni di ottimalità

<sup>15</sup> Ciò rispecchia anche i risultati descritti nella sezione 3, che suggeriscono una rigidità maggiore delle proiezioni a breve termine elaborate dalla BCE e dall'Eurosistema rispetto alle previsioni basate sul mercato.

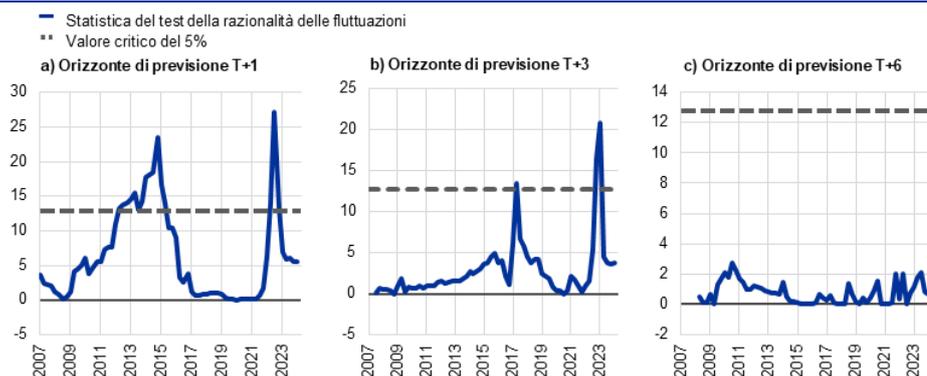
<sup>16</sup> Cfr. Coibion, O. e Gorodnichenko, Y., "Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts", *NBER Working Paper*, n. 16537, National Bureau of Economic Research, novembre 2010.

<sup>17</sup> Tali risultati sono validi per finestre mobili di diverse dimensioni.

delle previsioni<sup>18</sup>. Tuttavia, è opportuno osservare che in periodi caratterizzati da forti shock in un'unica direzione potrebbe essere difficile distinguere se tale risultato dipende dall'eccessiva gradualità nella revisione delle proiezioni o da shock inaspettatamente autocorrelati. Di fatto, la proprietà di oversmoothing tende ad affievolirsi quando si aggiungono informazioni alle ipotesi esogene (cfr. di seguito).

#### Grafico 4

##### Test della razionalità delle fluttuazioni relativo all'oversmoothing per lo IAPC



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: l'asse delle ordinate corrisponde al valore della statistica di Wald del test con una finestra mobile di 32 trimestri. L'asse delle ascisse corrisponde alla data delle rilevazioni più recenti della finestra mobile. Ad esempio, il livello massimo dei risultati del test della razionalità delle fluttuazioni nel secondo trimestre del 2022 (pannello a)) si riferisce ai risultati per il periodo compreso tra il terzo trimestre del 2014 e il secondo trimestre del 2022. L'ipotesi nulla di assenza di oversmoothing è rifiutata se la statistica di Wald supera il valore critico al livello del 5 per cento (linea grigia tratteggiata). I risultati relativi alle proiezioni a medio termine (orizzonti a oltre tre trimestri in avanti) non rifiutano l'ipotesi di assenza di oversmoothing, come si evince dai risultati di T+6.

## Ruolo delle componenti dello IAPC e delle ipotesi esogene

**Per quanto riguarda le componenti dello IAPC, episodi prolungati di distorsioni e rigidità nell'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare sembrano determinare proprietà analoghe nell'inflazione complessiva.** Analizzando le componenti dello IAPC, i risultati indicano uno scostamento prolungato dall'ipotesi di assenza di distorsione nelle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare per tutti gli orizzonti (cfr. il grafico 5)<sup>19</sup>. È opportuno interpretare con cautela i risultati relativi agli orizzonti superiori a T+3, considerato che il campione disponibile degli errori di proiezione per lo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare è relativamente contenuto, sebbene su tali campioni, che rappresentano da 48 a 58 osservazioni a seconda dell'orizzonte di previsione, il segno degli errori di previsione sia variato solo tre volte sull'orizzonte T+4 e solo due volte su orizzonti più lunghi. Ciò indica chiaramente la presenza di distorsione (cfr. il grafico 6)<sup>20</sup>. In particolare, a partire dal 2013 e fino alla prima metà del 2021, in presenza di bassa inflazione, le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e

<sup>18</sup> Cfr. Diebold, F.X. e Lopez, J.A., "Forecast evaluation and combination", *Handbook of Statistics*, vol. 14, Elsevier, 1996, pagg. 241-268.

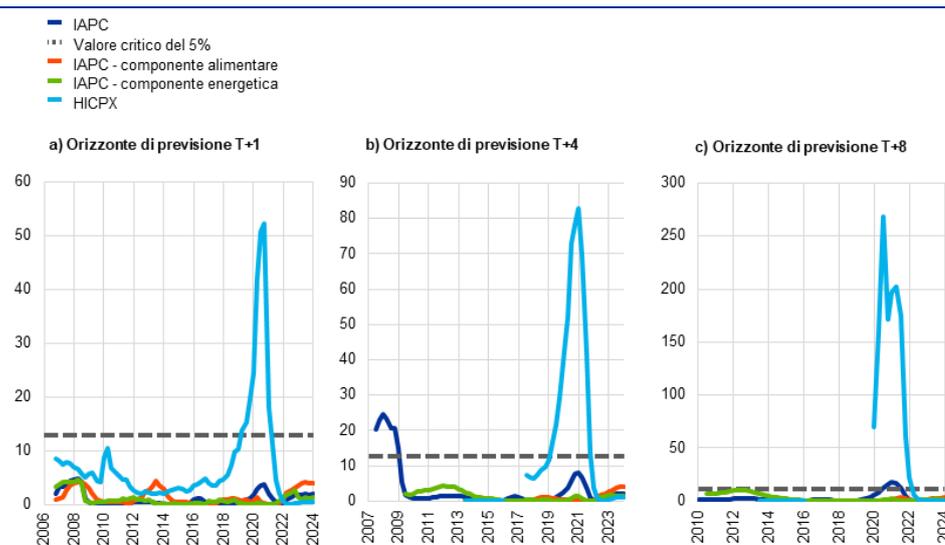
<sup>19</sup> Tale risultato è valido per finestre mobili di diverse dimensioni e per differenti sottocampioni dei dati disponibili.

<sup>20</sup> Il test standard di Mincer e Zarnowitz non rifiuta l'ipotesi di assenza di distorsione a qualsiasi livello ragionevole di significatività anche su questi orizzonti di proiezione. Ciò conferma la presenza di proprietà predittive variabili nel tempo e l'importanza di considerare misure locali in tali casi.

dell'Eurosistema per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare hanno costantemente sovrastimato l'inflazione effettiva. La distorsione nelle proiezioni per lo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare potrebbe anche riflettere alcune rigidità, in quanto nella maggior parte degli orizzonti di previsione, e in particolare per quelli di breve durata, si rileva un oversmoothing per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare. Ciò indica che le revisioni delle previsioni reagiscono debolmente alle nuove informazioni che si rendono disponibili tra gli esercizi previsivi. Per quanto riguarda le proiezioni relative alla componente energetica dello IAPC, tutti gli orizzonti fino a cinque trimestri in avanti non presentano distorsioni, tuttavia, l'ipotesi di assenza di distorsione è stata sistematicamente rifiutata per gli orizzonti più lunghi<sup>21</sup>. Dato che le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per la componente energetica dell'inflazione sono più sensibili alle ipotesi esogene del mercato rispetto ad altre componenti dello IAPC, tale risultato probabilmente riflette distorsioni nei future dei corsi petroliferi per gli orizzonti di lunga durata, determinate, tra gli altri fattori, dai costi di stoccaggio.

### Grafico 5

Test della razionalità delle fluttuazioni relativo alla distorsione nello IAPC e nelle sue componenti principali



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

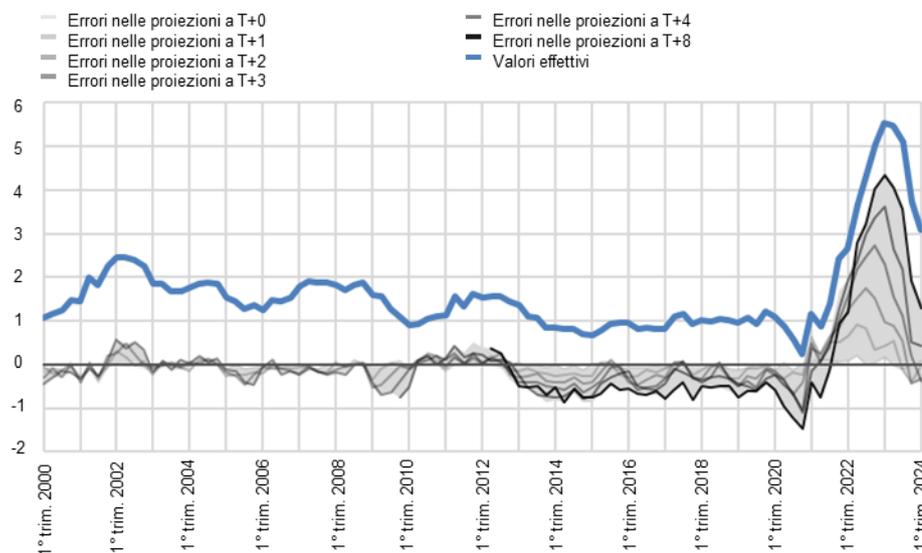
Note: l'asse delle ordinate corrisponde al valore della statistica di Wald del test con una finestra mobile di 32 trimestri. L'asse delle ascisse corrisponde alla data delle rilevazioni più recenti della finestra mobile. Ad esempio, il livello massimo dei risultati del test della razionalità delle fluttuazioni per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare nel primo trimestre del 2021 si riferisce ai risultati per il periodo compreso tra il secondo trimestre del 2013 e il primo trimestre del 2021. L'ipotesi nulla di assenza di distorsione è rifiutata se la statistica di Wald supera il valore critico al livello del 5 per cento (linea grigia tratteggiata). Sebbene cambino a seconda delle dimensioni del campione, che differisce tra variabili, i valori critici sono generalmente simili. Per semplicità, si riporta solo il valore critico al livello del 5 per cento per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC.

<sup>21</sup> Inoltre, la sub-ottimalità delle proiezioni per la componente energetica dello IAPC oltre l'orizzonte temporale T+5 è evidenziata anche dal fatto che la varianza degli errori di proiezione inizia a diminuire oltre tale orizzonte e ciò determina uno scostamento dalle proprietà delle previsioni ottimali. Nessuna caratteristica di questo tipo si osserva per le altre componenti dello IAPC, per le quali le varianze degli errori di proiezione aumentano con l'orizzonte di previsione.

## Grafico 6

Errori di previsione dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare nelle proiezioni della BCE e dell'Eurosistema sugli orizzonti da T+0 a T+8 e inflazione realizzata

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; errori in punti percentuali, dati trimestrali)



Fonti: proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea blu indica l'inflazione realizzata in punti percentuali misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare sul periodo corrispondente. Le linee grigie indicano gli errori di previsione, in punti percentuali, nelle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema, definiti come la differenza tra il valore effettivo sul periodo corrispondente e la relativa proiezione su vari orizzonti temporali da T+0 (grigio più chiaro) a T+8 (grigio più scuro). L'area grigia ombreggiata comprende l'intero intervallo di tali errori di proiezione sui diversi orizzonti temporali.

### Una volta corretti gli errori in determinate ipotesi esogene, alcune distorsioni e rigidità nelle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema scompaiono.

Sulla base di ipotesi prudenti e utilizzando una finestra mobile di otto anni, è stata precedentemente individuata una distorsione nell'inflazione complessiva su tutti gli orizzonti a partire dall'orizzonte T+2. In seguito alla correzione per l'impatto di tutte le ipotesi disponibili, la distorsione è presente solo nelle previsioni per il trimestre in corso (nowcast) e nelle proiezioni oltre l'orizzonte T+6 (cfr. la tavola 5). Tuttavia, effettuando la correzione solo per le ipotesi basate sul mercato, la distorsione persiste per l'orizzonte T+4 e per quelli successivi. Ciò indica che la distorsione è principalmente riconducibile ad altre ipotesi esogene, quali, ad esempio, quelle che hanno origine nel contesto internazionale, in particolare durante il periodo precedente la crisi pandemica. È possibile trarre conclusioni analoghe esaminando le rigidità delle proiezioni. Una volta corrette tutte le ipotesi disponibili, le rigidità scompaiono nelle proiezioni per lo IAPC sugli orizzonti T+2 e su quelli successivi, mentre dopo aver corretto solo gli errori in tutte le ipotesi basate sul mercato, i test continuano a rifiutare l'ipotesi nulla di assenza di oversmoothing per gli orizzonti T+3 e T+4. Ciò suggerisce che determinate rigidità potrebbero essere presenti anche in altre ipotesi esogene. Tuttavia, tali risultati, compresa l'assenza di oversmoothing su orizzonti temporali più lunghi, devono essere interpretati con cautela in quanto il campione disponibile è relativamente breve, in particolare per le proiezioni a lungo termine. Inoltre, considerati gli shock senza precedenti causati dalla pandemia e dalla guerra russa in Ucraina, impossibili

da prevedere con largo anticipo, è opportuno analizzare i risultati con cautela, dato che tali eventi possono generare autocorrelazioni negli errori di previsione che non derivano necessariamente da un uso inefficiente delle informazioni.

### Tavola 5

Test della razionalità delle fluttuazioni relativo all'inflazione complessiva corretta per i diversi errori nelle ipotesi esogene

Ipotesi nulla	Corretta per	T+0	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
Assenza di distorsione	Nessuna	-	-	**	***	***	***	***	***	***
	Tutte le ipotesi	***	-	-	-	-	-	-	**	***
	Tutte le ipotesi basate sul mercato	-	-	-	-	**	***	***	***	***
	Corsi petroliferi	-	-	-	-	*	**	***	***	***
	Tasso di cambio nominale	-	-	-	-	-	-	-	*	**
Assenza di oversmoothing	Nessuna	***	***	***	***	*	-	-	-	-
	Tutte le ipotesi	***	**	-	-	-	-	-	-	-
	Tutte le ipotesi basate sul mercato	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Corsi petroliferi	***	***	***	***	-	-	-	-	-
	Tasso di cambio nominale	***	***	***	***	***	**	-	-	-

Note: il trattino (-) indica che l'ipotesi nulla non è rifiutata. Un asterisco (\*) indica il rifiuto al livello del 10 per cento; due asterischi (\*\*) al livello del 5 per cento e tre asterischi (\*\*\*) al livello dell'1 per cento. Test della razionalità delle fluttuazioni calcolato su finestre mobili di 32 trimestri.

## 4 Osservazioni conclusive

**Il presente articolo suggerisce che l'accuratezza delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è simile o leggermente superiore a quella delle previsioni basate sul mercato e sulle indagini; è inoltre simile anche per tutte le principali componenti dello IAPC.** Le proiezioni di inflazione formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema mostrano una performance sostanzialmente analoga a quella delle previsioni basate sui dati di mercato e sulle indagini, sebbene le prestazioni di queste ultime tendano a essere leggermente inferiori rispetto alle stime della BCE e dell'Eurosistema, in particolare prima degli shock senza precedenti legati alla pandemia e al periodo a essa successivo. Inoltre, tra le varie componenti dello IAPC, i risultati mostrano che, negli ultimi dodici anni, l'accuratezza delle proiezioni formulate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare è stata simile a quella delle proiezioni per l'inflazione complessiva e per la componente energetica dello IAPC, sebbene quest'ultima mostri errori di proiezione più rilevanti, riflettendo in larga misura la volatilità più elevata di tali variabili.

**Sebbene nel complesso non siano presenti distorsioni, dai risultati si evince che in periodi specifici tale caratteristica delle proiezioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema viene meno; le proiezioni mostrano inoltre rigidità che riflettono perlopiù le proprietà delle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e**

**alimentare nel decennio precedente al 2020.** Le proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC, pur essendone complessivamente prive, mostrano alcune distorsioni in periodi specifici, come all'inizio del 2000 e nel periodo di bassa inflazione compreso tra il 2013 e la prima metà del 2021. I risultati evidenziano inoltre che, se si considera l'intero campione, le proiezioni di inflazione misurata sullo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare sembrano non mostrare distorsioni. Tuttavia, l'analisi dei periodi più brevi rivela una distorsione negativa (sovrastima) durante il periodo di bassa inflazione precedente la pandemia e una distorsione positiva (sottostima) durante il periodo successivo di elevata inflazione. Pertanto, è opportuno non considerare tali risultati come prova di una costante distorsione nelle proiezioni per lo IAPC al netto delle componenti energetica e alimentare.

**Infine, il presente articolo sottolinea il ruolo rilevante dell'ampia serie di ipotesi esogene quali fattori che contribuiscono in misura cruciale alle rigidità, alle distorsioni occasionali e alla minore accuratezza delle proiezioni elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema per l'inflazione misurata sullo IAPC.**

I risultati confermano il ruolo che gli errori nelle ipotesi relative ai corsi petroliferi svolgono nel ridurre l'accuratezza delle previsioni di inflazione elaborate dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema. Evidenziano inoltre il loro contributo ad alcune distorsioni nelle proiezioni relative allo IAPC complessivo, in particolare per il breve periodo<sup>22</sup>. Tuttavia, i risultati sottolineano anche il ruolo di altre ipotesi esogene, come quelle che hanno origine nel contesto internazionale, nel ridurre l'accuratezza delle previsioni e spiegare, inoltre, alcune delle rigidità e delle distorsioni occasionali nelle proiezioni per l'inflazione complessiva. È inoltre importante osservare che l'analisi non tiene conto dei prezzi del gas, sebbene abbiano avuto un ruolo fondamentale negli errori di previsione del recente periodo.

---

<sup>22</sup> Gli esperti della BCE hanno recentemente sviluppato nuove proiezioni basate sull'apprendimento automatico per migliorare le informazioni sulle prospettive di inflazione a breve termine fornite alle autorità competenti per l'adozione delle politiche. Cfr., ad esempio, Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J., "Density forecasts of inflation: a quantile regression forest approach", *Working Paper Series*, n. 2830, BCE, luglio 2023; e Lenza, M., Moutachaker, I. e Paredes, J., "Forecasting euro area inflation with machine learning models", *Research Bulletin*, n. 112, BCE, ottobre 2023.

# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

	PIL <sup>1)</sup> (variazioni percentuali sul periodo corrispondente)						IPC (variazioni percentuali annue)						
	G20	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro	Paesi OCSE		Stati Uniti	Regno Unito (IAPC)	Giappone	Cina	Per memoria: area dell'euro <sup>2)</sup> (IAPC)
							Totale	al netto di beni alimentari ed energetici					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	6,6	5,8	8,7	2,6	8,4	5,9	4,0	3,0	4,7	2,6	-0,2	0,9	2,6
2022	3,2	1,9	4,3	1,0	3,0	3,4	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,2	2,6	0,1	1,9	5,2	0,5	6,9	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2023 3° trim.	0,9	1,2	-0,1	-0,9	1,8	0,0	6,4	7,0	3,5	6,7	3,2	-0,1	5,0
4° trim.	0,7	0,8	-0,3	0,1	1,2	-0,1	5,9	6,8	3,2	4,2	2,9	-0,3	2,7
2024 1° trim.	0,9	0,3	0,6	-0,5	1,6	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,2	2,1	.	.	2,5
2024 gen.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,6	3,1	4,0	2,2	-0,8	2,8
feb.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,4	3,2	3,4	2,8	0,7	2,6
mar.	-	-	-	-	-	-	5,8	6,4	3,5	3,2	2,7	0,1	2,4
apr.	-	-	-	-	-	-	5,7	6,2	3,4	2,3	2,5	0,3	2,4
mag.	-	-	-	-	-	-	5,9	6,1	3,3	2,0	2,8	0,3	2,6
giu.	-	-	-	-	-	-	.	.	3,0	2,0	.	.	2,5

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					Per memoria: area dell'euro	Indice mondiale dei responsabili degli acquisti <sup>2)</sup>			Mondiale	Economie avanzate	Economie dei mercati emergenti
	Mondiale <sup>2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Giappone	Cina		Industria manifatturiera	Servizi	Nuovi ordinativi dall'estero			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,1	9,9	12,5
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,5	4,1	0,7
2023	52,0	51,2	51,2	51,8	52,5	49,7	49,8	52,3	47,6	-2,4	-4,0	-0,7
2023 3° trim.	51,5	50,8	49,3	52,3	51,5	47,5	49,3	51,4	47,0	-0,3	-0,3	-0,2
4° trim.	51,1	50,8	50,5	50,0	51,4	47,2	49,4	50,9	47,9	0,9	0,8	1,0
2024 1° trim.	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	-0,2	0,9	-1,4
2° trim.	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,2	53,3	50,1	.	.	.
2024 gen.	52,5	52,0	52,9	51,5	52,5	47,9	50,3	52,3	48,8	-0,9	-0,2	-1,6
feb.	52,6	52,5	53,0	50,6	52,5	49,2	51,2	52,4	49,3	-0,1	0,8	-1,1
mar.	52,6	52,1	52,8	51,7	52,7	50,3	51,9	52,4	49,5	-0,2	0,9	-1,4
apr.	52,5	51,3	54,1	52,3	52,8	51,7	51,4	52,7	50,4	1,8	2,7	0,8
mag.	54,0	54,5	53,0	52,6	54,1	52,2	52,8	54,0	50,4	.	.	.
giu.	53,2	54,8	52,3	49,7	52,8	50,9	52,3	53,1	49,3	.	.	.

Fonti S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ed elaborazioni della BCE (col. 10-12).

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

Tutti i dati sono destagionalizzati.

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	12.475,0	11.980,9	6.354,5	2.737,3	2.727,0	1.388,6	761,4	570,4	162,2	494,1	6.172,3	5.678,2
2022	13.507,8	13.266,5	7.069,5	2.901,0	3.017,6	1.560,7	847,5	602,3	278,4	241,3	7.440,1	7.198,8
2023	14.378,5	13.847,7	7.536,7	3.042,4	3.177,2	1.626,8	904,7	638,2	91,5	530,8	7.419,9	6.889,1
2023 2° trim.	3.580,1	3.442,6	1.874,2	755,1	788,9	405,8	226,1	155,1	24,4	137,5	1.866,7	1.729,2
3° trim.	3.610,0	3.468,8	1.899,3	768,5	794,8	407,7	228,8	156,4	6,2	141,2	1.835,0	1.693,9
4° trim.	3.648,8	3.514,5	1.911,0	777,5	807,5	408,1	225,0	172,5	18,5	134,3	1.847,4	1.713,1
2024 1° trim.	3.681,3	3.499,2	1.924,6	783,4	796,0	412,6	223,7	157,8	-4,8	182,2	1.875,1	1.692,9
<i>in percentuale del PIL</i>												
2023	100,0	96,3	52,4	21,2	22,1	11,3	6,3	4,4	0,6	3,7	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 2° trim.	0,1	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,4	0,4	1,1	-	-	-1,0	-0,2
3° trim.	0,0	-0,1	0,4	0,7	0,1	-0,3	0,6	0,4	-	-	-1,3	-1,6
4° trim.	-0,1	0,1	0,2	0,6	0,8	-0,6	-2,7	9,7	-	-	0,2	0,6
2024 1° trim.	0,3	-0,6	0,2	0,0	-1,5	0,7	0,3	-9,0	-	-	1,4	-0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,8	8,1	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,6	4,2	1,6	2,5	1,4	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,5	0,2	0,5	0,9	1,2	-0,8	3,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2023 2° trim.	0,6	0,6	0,6	0,7	1,7	-0,6	5,3	2,5	-	-	0,0	-0,1
3° trim.	0,2	-0,4	-0,3	1,5	0,7	-0,1	2,7	-0,3	-	-	-2,7	-4,0
4° trim.	0,2	0,3	0,7	1,4	1,6	-0,4	0,4	8,4	-	-	-2,5	-2,4
2024 1° trim.	0,4	0,0	0,8	1,6	-0,5	-0,6	-1,4	1,3	-	-	-0,8	-1,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 2° trim.	0,1	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,4	-	-
3° trim.	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
4° trim.	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,2	-	-
2024 1° trim.	0,3	-0,5	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,9	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,8	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,4	0,6	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,5	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,6	0,3	-	-
2023 2° trim.	0,6	0,6	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,2	0,1	-	-
3° trim.	0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,8	0,7	-	-
4° trim.	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,0	0,0	0,4	-0,8	-0,1	-	-
2024 1° trim.	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,6	0,3	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2021	11.191,6	186,6	2.218,6	595,0	2.021,7	598,5	515,2	1.247,3	1.298,1	2.173,0	337,6	1.283,4
2022	12.165,7	215,1	2.450,1	656,6	2.333,5	633,2	532,7	1.300,2	1.398,4	2.274,6	371,3	1.342,1
2023	13.007,7	221,7	2.623,9	722,8	2.449,5	679,7	610,2	1.413,6	1.493,0	2.393,1	400,1	1.370,9
2023 2° trim.	3.243,1	55,6	661,1	179,9	612,3	169,3	151,7	351,0	371,1	592,2	98,9	337,1
3° trim.	3.257,5	55,0	648,8	181,8	613,7	171,0	155,2	354,5	375,9	601,0	100,5	352,5
4° trim.	3.295,5	54,0	656,0	184,0	619,9	173,1	156,7	358,5	382,1	610,1	101,3	353,3
2024 1° trim.	3.316,7	55,1	646,4	187,3	624,5	174,3	160,0	362,2	385,1	619,1	102,5	364,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 2° trim.	0,1	-0,1	-0,6	-0,2	0,2	1,3	0,8	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,1
3° trim.	0,0	-1,1	-1,2	-0,1	0,3	1,0	0,1	0,3	0,2	0,2	1,8	0,0
4° trim.	0,0	0,2	-0,6	-0,1	-0,3	0,9	-1,0	0,1	0,5	0,7	-1,2	-0,5
2024 1° trim.	0,3	0,7	-0,4	0,6	0,6	0,3	0,7	0,7	0,5	0,3	0,9	0,2
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	5,8	1,1	8,7	3,0	7,8	9,3	5,6	2,0	6,7	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,5	1,2	1,1	7,7	6,1	0,7	1,8	4,9	1,9	12,0	2,6
2023	0,7	0,5	-1,6	0,5	0,3	4,3	0,2	1,3	1,3	1,2	4,1	-1,2
2023 2° trim.	0,8	1,3	-0,5	0,4	0,1	4,6	1,0	1,1	1,4	1,2	3,3	-1,2
3° trim.	0,2	0,0	-2,3	1,3	-0,5	3,5	0,7	1,2	1,1	0,9	3,2	-0,3
4° trim.	0,2	-0,1	-2,9	1,2	0,0	4,0	-0,9	1,1	1,2	1,3	3,4	-0,7
2024 1° trim.	0,4	-0,2	-2,7	0,1	0,8	3,4	0,6	1,0	1,7	1,4	2,1	-0,1
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 2° trim.	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2024 1° trim.	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2023 2° trim.	0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,4	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,4	1,0	1,7	1,6	1,4	0,9
2023 2° trim.	1,5	1,5	0,9	-2,3	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,3	1,9	1,4	0,8
3° trim.	1,4	1,4	1,0	-1,0	0,8	1,5	2,0	2,4	1,1	0,9	1,4	1,5	0,5
4° trim.	1,2	1,2	1,3	-0,5	0,4	1,8	1,3	2,6	0,8	1,1	1,1	1,5	1,2
2024 1° trim.	1,0	1,0	0,8	-0,3	0,2	1,2	1,2	2,2	0,6	0,0	0,9	1,4	0,4
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,3	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	3,9	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,6	3,0	0,7	1,1	1,6	1,5	1,5
2023 2° trim.	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,2	1,3	1,8	4,1	1,3	1,8	2,2	1,8	1,7
3° trim.	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,6	1,8	2,0	1,1	1,1	1,6	1,8	1,5
4° trim.	1,2	1,4	0,5	-0,7	0,5	1,7	1,1	3,0	0,4	0,6	1,4	1,8	1,0
2024 1° trim.	0,6	0,7	0,5	-1,9	-0,5	0,9	1,0	1,6	-0,2	-0,5	1,0	1,2	0,2
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,4	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,1	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,5	0,0	0,1	0,6
2023 2° trim.	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,3	0,4	0,9
3° trim.	0,1	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	-0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	1,0
4° trim.	0,0	0,2	-0,8	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,5	0,3	0,3	-0,2
2024 1° trim.	-0,3	-0,3	-0,3	-1,5	-0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,5	0,1	-0,2	-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		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,154	3,4	12,831	7,8	3,2	10,347	6,9	2,484	16,9	6,549	7,4	6,283	8,2	2,5
2022	167,998	3,1	11,408	6,8	2,7	9,150	6,0	2,257	14,6	5,733	6,4	5,675	7,2	3,3
2023	170,162	2,9	11,178	6,6	2,4	8,881	5,8	2,297	14,5	5,644	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 2° trim.	170,056	2,9	11,104	6,5	2,4	8,832	5,7	2,272	14,3	5,595	6,2	5,509	6,9	3,1
3° trim.	170,226	2,9	11,215	6,6	2,3	8,885	5,8	2,330	14,6	5,674	6,3	5,540	7,0	3,0
4° trim.	170,948	2,9	11,172	6,5	2,3	8,807	5,7	2,366	14,8	5,653	6,2	5,520	6,9	2,9
2024 1° trim.	171,509	2,9	11,213	6,5	2,3	8,884	5,7	2,328	14,5	5,661	6,2	5,552	6,9	2,9
2023 dic.	-	-	11,139	6,5	-	8,803	5,7	2,335	14,6	5,645	6,2	5,493	6,9	-
2024 gen.	-	-	11,192	6,5	-	8,853	5,7	2,339	14,6	5,687	6,2	5,506	6,9	-
feb.	-	-	11,218	6,5	-	8,881	5,7	2,337	14,6	5,698	6,2	5,520	6,9	-
mar.	-	-	11,125	6,5	-	8,817	5,7	2,308	14,4	5,617	6,2	5,508	6,9	-
apr.	-	-	11,040	6,4	-	8,756	5,6	2,284	14,2	5,617	6,1	5,423	6,7	-
mag.	-	-	11,078	6,4	-	8,791	5,6	2,287	14,2	5,653	6,2	5,425	6,7	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Laddove i dati annuali e trimestrali desunti dall'indagine sulle forze di lavoro non siano ancora stati pubblicati, essi vengono stimati come medie semplici ricavate da dati mensili. Per effetto dell'applicazione del regolamento sulle statistiche sociali europee integrate le serie presentano un'interruzione a partire dal primo trimestre del 2021. Per questioni tecniche legate all'introduzione del nuovo sistema tedesco di indagini integrate presso le famiglie, tra cui l'indagine sulle forze di lavoro, i dati relativi all'area dell'euro comprendono i dati per la Germania a partire dal primo trimestre del 2020, che non corrispondono a stime dirette tratte dai microdati dell'indagine sulle forze di lavoro, ma si basano su un campione più ampio comprendente i dati di altre indagini integrate sulle famiglie.
- 2) Non destagionalizzati.
- 3) Il tasso di posti vacanti è pari al numero di posti vacanti diviso per la somma del numero di posti occupati e del numero dei posti vacanti, espresso in percentuale. I dati non sono destagionalizzati e si riferiscono a industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali).

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	Totale	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
Variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	8,8	9,8	9,6	9,4	8,1	0,7	5,7	5,3	1,0	8,3	9,0	8,1	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,6	5,1	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	9,9	-4,3
2023	-2,2	-1,8	-5,6	2,4	-1,7	-5,7	1,5	-2,0	-2,7	-1,0	-1,7	2,8	14,5
2023 2° trim.	-0,9	0,0	-6,4	7,6	-1,7	-8,5	1,5	-2,2	-3,3	-1,1	-0,7	2,7	22,7
3° trim.	-4,8	-4,4	-5,6	-2,4	-3,2	-7,6	1,6	-2,3	-1,9	-1,6	-3,8	2,0	15,4
4° trim.	-4,0	-4,3	-4,8	-2,5	-6,6	-0,9	1,1	-0,7	-0,6	0,0	-4,0	1,7	4,1
2024 1° trim.	-4,7	-4,8	-2,9	-6,0	-5,5	-1,5	-0,7	-0,2	-0,5	0,2	-0,6	3,3	4,6
2023 dic.	0,2	0,3	-3,6	4,6	-4,9	-1,9	2,4	-0,4	-0,1	-0,2	-3,4	2,0	-0,4
2024 gen.	-6,5	-7,4	-3,1	-10,9	-4,2	0,7	1,0	-0,9	-1,3	-0,7	0,6	3,4	7,0
feb.	-6,3	-6,3	-2,8	-9,1	-4,8	-3,4	-1,5	-0,3	-1,2	0,7	-1,5	4,5	4,2
mar.	-1,2	-1,0	-2,8	1,7	-7,2	-2,1	-0,3	0,6	1,0	0,7	-1,0	2,2	2,7
apr.	-3,1	-3,1	-2,1	-5,2	0,2	-1,9	-1,5	0,6	-0,3	1,2	1,1	4,8	3,7
mag.	-2,9	-3,3	-3,5	-6,5	1,9	0,7	-2,4	0,3	0,3	0,7	-0,6	.	-3,7
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2023 dic.	1,5	5,2	-1,4	11,4	0,3	0,3	0,3	-0,5	-0,6	-0,6	0,4	0,5	-1,4
2024 gen.	-2,2	-6,2	2,2	-15,4	-0,3	1,1	0,7	0,0	0,3	0,3	0,5	0,3	-0,7
feb.	0,0	0,8	0,4	1,9	-0,2	-3,2	0,1	-0,1	-0,3	0,4	-1,0	1,1	0,2
mar.	0,5	1,0	-0,3	0,9	-1,8	-0,1	-0,5	0,7	1,1	0,0	0,8	-0,4	-1,2
apr.	0,0	-0,4	-0,3	0,7	3,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	0,5	-0,7	1,1	-0,4
mag.	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	1,2	0,8	.	0,1	0,7	-0,2	0,4	.	-5,3

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali, salvo diversa indicazione)								Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Indice del clima economico (media di lungo termine = 100)	Industria manifatturiera		Clima di fiducia delle famiglie	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni	Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio	Settore dei servizi		Indice dei responsabili degli acquisti per l'industria manifatturiera	Produzione manifatturiera	Attività nel settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	-	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,3	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,3	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 3° trim.	94,2	-8,9	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,5	43,2	43,1	49,2	47,5
4° trim.	94,8	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,5	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 1° trim.	96,0	-9,2	79,4	-15,5	-5,3	-6,1	7,0	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
2° trim.	95,9	-10,1	79,0	-14,4	-6,4	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
2024 gen.	96,1	-9,3	79,4	-16,1	-4,6	-5,7	8,4	90,1	46,6	46,6	48,4	47,9
feb.	95,5	-9,5	.	-15,5	-5,5	-6,7	6,1	.	46,5	46,6	50,2	49,2
mar.	96,3	-8,8	.	-14,9	-5,7	-6,0	6,5	.	46,1	47,1	51,5	50,3
apr.	95,6	-10,4	79,0	-14,7	-6,0	-6,8	6,1	90,0	45,7	47,3	53,3	51,7
mag.	96,1	-9,9	.	-14,3	-6,2	-6,8	6,8	.	47,3	49,3	53,2	52,2
giu.	95,9	-10,1	.	-14,0	-7,0	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea (col. 1-8) e S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,1	95,2	2,1	3,6	18,9	8,6	8,8	36,2	7,4	77,4	5,5	10,5	3,3
2022	13,1	92,8	-0,2	2,4	12,3	2,3	8,1	37,2	5,5	72,7	3,3	9,3	2,2
2023	13,7	87,1	1,2	2,0	2,0	2,0	-0,8	35,4	5,7	68,3	1,6	1,4	0,6
2023 2° trim.	13,2	89,4	1,2	2,1	1,0	2,9	1,7	36,4	5,9	69,9	1,8	18,7	0,9
3° trim.	13,4	88,1	0,6	1,9	0,2	1,8	-0,1	36,1	5,9	68,9	1,6	-12,6	0,5
4° trim.	13,7	87,1	1,8	2,0	1,2	2,0	-0,8	35,4	5,7	68,3	1,6	3,3	0,6
2024 1° trim.	14,1	85,9	2,9	2,0	-2,6	2,3	-0,4	34,7	5,3	67,5	1,8	-4,8	0,7

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

### 2.8 Bilancia dei pagamenti, conto corrente e conto capitale dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione; transazioni)

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 2° trim.	1.413,1	1.354,4	58,7	728,6	668,7	336,3	304,7	303,4	292,0	44,8	89,0	25,7	22,7
3° trim.	1.432,2	1.371,0	61,2	725,7	646,9	337,8	304,7	325,9	330,7	42,7	88,7	28,9	18,5
4° trim.	1.408,3	1.336,1	72,2	714,1	647,0	335,9	304,5	311,3	293,4	46,9	91,1	61,6	40,7
2024 1° trim.	1.433,5	1.321,3	112,2	726,6	623,0	362,9	331,2	299,6	289,1	44,3	78,1	19,3	31,0
2023 nov.	470,1	444,6	25,5	241,4	214,1	111,2	102,2	102,3	98,8	15,2	29,4	9,4	7,5
dic.	472,9	444,0	28,9	241,5	214,4	112,6	100,8	102,0	97,2	16,7	31,6	41,4	23,7
2024 gen.	471,6	429,6	42,0	242,0	198,8	119,2	109,3	96,0	95,6	14,4	25,9	4,0	13,3
feb.	481,9	446,6	35,3	240,7	210,2	125,1	112,4	101,4	98,8	14,7	25,2	4,5	7,9
mar.	480,0	445,1	34,9	244,0	214,0	118,5	109,4	102,2	94,7	15,3	27,0	10,8	9,7
apr.	480,6	442,0	38,6	250,7	213,2	112,5	101,5	101,9	99,8	15,4	27,6	6,0	6,7
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2024 apr.	5.698,8	5.370,7	328,0	2.904,7	2.573,3	1.373,5	1.243,6	1.241,5	1.209,0	179,2	344,8	134,2	111,3
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2024 apr.	39,2	37,0	2,3	20,0	17,7	9,5	8,6	8,6	8,3	1,2	2,4	0,9	0,8

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: Industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 2° trim.	-1,5	-13,5	710,4	331,5	144,3	216,3	592,3	706,6	411,5	113,5	164,3	503,2	74,1
3° trim.	-5,2	-22,1	704,0	331,3	142,0	214,5	585,5	677,8	390,0	111,7	158,6	488,7	82,2
4° trim.	-4,8	-16,6	708,5	333,6	144,2	214,8	588,5	669,8	383,1	107,5	157,7	476,9	81,1
2024 1° trim.	-3,0	-12,0	714,3	336,8	142,2	219,1	590,2	655,1	371,4	105,0	158,1	463,4	75,7
2023 dic.	-8,3	-18,5	235,2	110,5	47,6	72,1	193,2	221,2	124,9	36,0	52,3	157,9	25,0
2024 gen.	1,3	-16,0	238,7	113,4	48,1	71,9	197,4	212,0	121,5	33,7	51,3	150,2	25,2
feb.	0,3	-8,0	238,0	111,3	47,6	73,0	197,1	221,3	124,6	35,6	52,5	154,7	24,8
mar.	-9,4	-11,5	237,6	112,1	46,6	74,1	195,7	221,8	125,3	35,6	54,4	158,5	25,7
apr.	13,5	1,8	243,9	113,9	46,3	76,5	199,5	225,4	130,4	35,6	54,8	158,6	28,3
mag.	-0,5	-6,4	237,4	.	.	.	196,1	225,1	.	.	.	156,8	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 2° trim.	-3,6	-6,7	97,2	92,6	99,8	105,1	97,2	109,5	107,2	112,2	111,8	110,6	158,7
3° trim.	-4,2	-10,1	96,3	93,8	95,9	102,4	96,0	106,7	104,6	111,4	109,5	108,5	171,5
4° trim.	-3,6	-8,7	96,4	93,1	96,1	103,0	95,6	104,6	101,9	104,6	108,3	105,7	164,5
2024 1° trim.	-4,0	-7,0	96,8	94,0	93,5	104,2	95,6	103,7	101,2	101,2	107,6	103,2	164,4
2023 nov.	-3,2	-9,3	96,3	92,9	96,2	103,3	95,9	103,3	101,0	101,3	107,7	104,2	162,8
dic.	-7,3	-11,0	96,8	93,1	96,2	104,7	95,4	105,1	102,0	105,3	107,0	105,3	168,6
2024 gen.	0,8	-9,6	97,9	96,1	95,5	102,4	96,8	101,7	99,9	97,2	104,7	100,9	161,0
feb.	-0,7	-3,4	96,5	92,6	92,5	105,0	95,2	103,9	101,4	102,9	107,0	103,3	166,8
mar.	10,8	-7,8	96,0	93,1	92,4	105,3	94,9	105,5	102,2	103,6	110,9	105,5	165,4
apr.	10,9	2,7	97,0	94,3	90,5	107,6	95,8	105,0	103,1	102,5	109,0	105,4	174,6

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	Ser- vizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni ener- getici (non dest.)	Servizi	IAPC comples- sivo al netto dei prezzi ammini- strati	Prezzi ammini- strati
		Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari e dei beni energetici										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 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
2021	107,8	2,6	1,5	3,4	1,5	-	-	-	-	-	-	2,5	3,1
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2023 3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,9	0,0	-1,1	0,6	3,0	1,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,2	1,1	2,7	2,3
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,4	-0,5	0,0	-0,5	1,3	2,5	2,8
2024 gen.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9
feb.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,3	-1,0	0,1	1,4	0,5	2,6	2,5
mar.	125,3	2,4	2,9	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,4	-0,1	-0,2	0,5	2,4	2,5
apr.	126,0	2,4	2,7	1,3	3,7	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	2,4	2,1
mag.	126,3	2,6	2,9	1,3	4,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-1,2	0,6	2,5	2,8
giu.	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,3	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2021	1,5	1,5	1,6	4,5	1,5	13,0	1,4	1,2	2,1	0,3	1,5	1,6
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2023 3° trim.	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
4° trim.	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
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
2024 gen.	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
feb.	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,1	5,2	3,9
mar.	2,6	3,5	-0,5	0,4	1,1	-1,8	3,4	2,8	3,9	-0,4	5,2	3,8
apr.	2,8	3,2	1,2	0,5	0,9	-0,6	3,4	2,8	2,7	-0,5	4,8	3,9
mag.	2,6	2,8	1,8	0,6	0,7	0,3	3,3	2,8	4,2	-0,7	5,3	4,0
giu.	2,4	2,7	1,3	0,6	0,7	0,2	3,3	2,8	4,3	-0,4	5,1	4,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	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	7,4	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	133,5	33,5	17,2	14,0	19,9	7,2	12,2	16,4	7,0	82,0	11,9	7,1	0,6
2023	130,5	-2,2	1,8	3,7	-0,3	5,1	8,3	8,5	5,0	-13,3	6,9	-1,1	-8,3
2023 2° trim.	129,0	-0,8	0,7	4,1	-0,6	5,7	9,5	9,7	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,2
3° trim.	128,1	-8,8	-0,5	1,3	-4,0	4,4	6,4	5,6	4,1	-25,2	5,1	-2,2	-9,4
4° trim.	128,4	-8,7	-1,2	-0,1	-4,8	3,3	3,6	2,2	2,4	-23,1	4,5	-1,2	-9,3
2024 1° trim.	125,4	-8,0	-1,6	-1,3	-5,2	2,0	1,5	-0,2	0,9	-20,4	3,7	-0,4	.
2023 dic.	127,7	-9,6	-0,9	-0,3	-4,6	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,2	-	-	-
2024 gen.	126,5	-8,0	-2,0	-1,2	-5,4	2,2	1,8	0,3	1,1	-19,9	-	-	-
feb.	125,2	-8,3	-1,6	-1,3	-5,4	2,1	1,4	-0,4	0,9	-21,1	-	-	-
mar.	124,5	-7,8	-1,3	-1,3	-4,8	1,9	1,2	-0,6	0,8	-20,2	-	-	-
apr.	123,3	-5,7	-0,7	-0,9	-3,9	1,5	1,0	-0,9	0,7	-14,7	-	-	-
mag.	123,0	-4,2	-0,2	-0,4	-2,9	1,6	1,1	-0,4	0,8	-11,4	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>		Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari
in perc. del totale									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2021	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	121,7	6,0	4,2	6,1	3,9	4,1	0,6	-2,9	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 3° trim.	122,2	6,0	3,2	5,8	4,0	3,0	-1,9	-7,0	79,8	-13,4	-14,5	-12,2	-14,5	-15,2	-13,7
4° trim.	123,6	5,1	3,6	3,8	3,1	2,5	-1,4	-4,6	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 1° trim.	124,3	3,6	2,6	2,9	3,8	2,1	-0,6	-3,0	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	85,0	12,6	15,9	9,4	11,3	12,8	9,4
2024 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-4,8	-0,4	-8,8	-5,5	-2,5	-8,9
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-3,3	1,5	-8,0	-3,2	1,1	-8,2
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	1,2	8,3	-5,7	0,7	6,6	-6,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	85,0	12,7	20,4	5,0	10,5	15,1	5,0
mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,6	12,6	12,6	11,5	11,0	12,2
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,6	14,5	10,7	11,8	12,3	11,2

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 3° trim.	3,5	22,0	15,3	6,4	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
4° trim.	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 1° trim.	4,7	16,6	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2° trim.	6,0	13,8	13,8	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
2024 gen.	4,6	18,6	20,0	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
feb.	3,9	16,9	17,3	3,7	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
mar.	5,5	14,4	15,2	1,7	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1
apr.	5,6	14,1	14,0	2,5	58,3	49,0	61,7	47,9	55,9
mag.	6,5	13,8	13,4	3,5	56,9	49,2	60,5	48,3	54,2
giu.	6,1	13,5	14,1	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5

Fonti: Direzione generale degli Affari economici e finanziari della Commissione europea e S&P Global Market Intelligence.

### 3.5 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Totale (indice: 2020 = 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	100,9	0,9	1,0	0,5	0,9	1,0	1,4
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,1	2,9
2023	110,5	4,5	4,4	4,8	5,0	3,4	4,5
2023 2° trim.	113,8	4,4	4,5	4,0	4,6	3,9	4,4
3° trim.	107,4	5,2	5,2	5,0	5,8	3,9	4,7
4° trim.	118,0	3,4	3,3	4,0	4,2	2,0	4,5
2024 1° trim.	107,9	5,1	5,2	4,5	5,0	5,3	4,7

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2021	0,1	-0,2	1,8	-3,6	5,5	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,0	0,9	-0,1
2022	113,7	3,3	6,9	3,6	6,1	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,7	8,1	5,7	7,4	4,3	5,4	4,3	6,5	4,4	2,3
2023 2° trim.	119,5	6,1	2,3	6,8	5,4	7,7	4,6	4,1	4,5	6,6	4,9	2,6
3° trim.	121,5	6,5	4,2	9,1	5,0	7,8	4,0	4,6	3,3	6,5	5,5	2,9
4° trim.	123,3	6,0	4,6	9,3	5,7	7,0	3,8	6,8	5,6	5,3	3,6	4,3
2024 1° trim.	125,3	5,7	3,1	7,6	6,3	4,6	3,8	4,8	4,5	4,3	5,8	5,6
<b>Redditi per occupato</b>												
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,1	3,6	4,0	6,2	3,3	3,3	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,2	5,6	5,5	4,6	5,8	5,1	4,6	3,9	6,2	4,1	5,6
2023 2° trim.	121,6	5,2	6,0	5,1	4,7	5,8	5,3	4,1	3,2	6,0	4,6	5,2
3° trim.	123,4	5,3	5,3	5,7	4,8	5,1	5,1	4,1	3,6	6,3	4,9	5,8
4° trim.	124,8	4,9	5,1	5,7	5,1	5,6	5,2	5,1	5,6	5,4	3,3	6,6
2024 1° trim.	126,8	5,0	3,3	4,6	5,1	4,1	5,0	4,8	5,6	5,1	5,7	7,5
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2021	101,4	4,4	0,9	8,7	-0,2	7,5	4,6	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,7	-0,1	-2,0	4,2	0,3	0,7	-0,9	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,8	-2,5	-1,0	-1,5	0,8	-0,8	-0,4	-0,3	-0,2	3,2
2023 2° trim.	101,8	-0,8	3,6	-1,6	-0,6	-1,8	0,7	0,0	-1,2	-0,5	-0,2	2,5
3° trim.	101,6	-1,2	1,0	-3,0	-0,2	-2,5	1,1	-0,4	0,3	-0,2	-0,6	2,7
4° trim.	101,2	-1,0	0,4	-3,3	-0,6	-1,4	1,4	-1,6	0,0	0,1	-0,2	2,1
2024 1° trim.	101,2	-0,6	0,2	-2,8	-1,1	-0,4	1,2	0,0	1,0	0,8	-0,1	1,8
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	3,9	4,3	1,7	3,3	3,4	2,7	3,9	4,9	3,7
2023	124,0	5,2	5,4	5,8	4,8	5,8	5,3	5,0	4,5	6,0	4,0	4,8
2023 2° trim.	122,4	4,9	6,5	4,9	4,7	5,9	5,0	3,9	3,7	5,7	4,1	3,9
3° trim.	124,5	5,1	4,9	5,8	4,8	5,2	5,2	4,3	4,5	6,0	4,6	4,3
4° trim.	126,2	4,7	4,9	5,6	4,9	5,6	4,5	5,2	4,8	4,9	3,1	6,4
2024 1° trim.	128,1	5,4	3,9	5,1	5,5	4,5	5,7	5,5	5,7	5,2	5,9	7,9
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2021	104,7	0,0	0,0	3,4	-6,2	1,0	1,3	2,6	-3,7	-1,4	-0,3	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,3	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,6	1,0	1,3	5,9
2023	103,8	-0,8	2,1	-2,2	-0,7	-1,3	1,2	-0,4	0,1	-0,3	-0,3	2,6
2023 2° trim.	103,6	-1,0	3,9	-1,7	-0,9	-1,7	0,5	-0,2	-0,7	-0,8	-0,6	1,6
3° trim.	103,6	-1,2	1,2	-2,8	-0,3	-2,3	1,6	-0,4	0,1	-0,5	-0,9	1,7
4° trim.	103,4	-1,1	0,6	-3,4	-0,5	-1,2	1,0	-1,3	0,5	-0,2	-0,5	2,3
2024 1° trim.	103,4	-0,3	1,7	-2,2	-0,8	-0,2	1,7	0,8	1,5	0,7	0,1	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024 gen.	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
feb.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
mar.	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02
apr.	3,91	3,85	3,89	3,84	3,70	5,32	0,08
mag.	3,91	3,82	3,81	3,79	3,68	5,31	0,08
giu.	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08

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)</sup>					Area dell'euro <sup>1),2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1),2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 gen.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
feb.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
mar.	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70
apr.	3,74	3,35	3,00	2,58	2,64	-0,72	-0,57	-0,42	2,91	2,44	2,37	2,96
mag.	3,67	3,33	3,02	2,64	2,70	-0,63	-0,69	-0,47	2,95	2,52	2,45	3,03
giu.	3,41	3,10	2,80	2,42	2,50	-0,60	-0,73	-0,51	2,74	2,31	2,22	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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024 gen.	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
feb.	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2
mar.	509,8	4.989,6	1.046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1.114,6	358,1	283,7	764,4	5.170,6	39.844,3
apr.	511,2	4.981,4	1.049,5	325,4	160,1	132,7	232,6	960,6	1.086,7	361,3	281,0	757,2	5.112,5	38.750,5
mag.	519,5	5.022,6	1.031,6	318,8	165,9	131,8	239,2	987,8	1.105,0	382,4	286,9	779,5	5.235,2	38.557,9
giu.	510,0	4.952,0	997,7	309,2	160,7	125,2	231,2	951,1	1.159,0	377,0	288,9	772,9	5.415,1	38.858,9

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG <sup>3)</sup>		Periodo iniziale di determinazione del tasso					
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		TAEG <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 giu.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,03	7,49	7,99	5,11	4,42	4,07	3,72	3,41	4,05	3,71
lug.	0,27	1,42	2,83	2,86	7,50	16,41	8,42	7,73	8,41	5,23	4,58	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
ago.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,78	7,83	8,50	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
set.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,51	7,83	8,56	5,40	4,74	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
ott.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,98	16,55	8,26	7,87	8,54	5,58	4,83	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,29	7,91	8,54	5,56	4,91	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
dic.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,79	7,55	7,71	8,43	5,38	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 gen.	0,39	1,68	3,20	3,15	8,14	16,85	7,99	8,02	8,73	5,38	4,85	4,08	3,67	3,52	4,15	3,88
feb.	0,38	1,70	3,17	3,07	8,18	16,80	7,68	7,94	8,63	5,31	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84
mar.	0,39	1,71	3,18	2,91	8,18	16,90	8,09	7,79	8,54	5,15	4,79	4,00	3,57	3,44	4,04	3,80
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	16,92	8,11	7,85	8,58	5,19	4,82	3,99	3,59	3,42	4,04	3,80
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,20	16,96	7,59	7,95	8,69	5,26	4,79	3,97	3,62	3,42	4,03	3,80

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 giu.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
lug.	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
ago.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
set.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,59	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
ott.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,67	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,49	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 gen.	0,89	3,69	3,37	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,43	5,15	5,00	4,20	5,18
feb.	0,89	3,63	3,50	5,36	5,44	5,72	5,60	5,46	5,14	4,38	5,10	4,83	3,97	5,14
mar.	0,91	3,68	3,60	5,35	5,39	5,70	5,53	5,41	5,17	4,34	5,18	5,16	4,16	5,19
apr.	0,91	3,66	3,34	5,36	5,20	5,61	5,62	5,35	5,09	4,30	5,19	4,99	4,15	5,18
mag.	0,92	3,64	3,61	5,32	5,27	5,73	5,68	5,37	5,07	4,29	4,99	4,96	4,18	5,10

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	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2021	1.406,8	427,4	125,0	48,7	89,7	764,7	674,9	386,5	137,9	78,9	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.378,1	475,1	141,4	50,4	94,6	667,0	621,7	480,3	182,5	115,7	48,1	48,1	133,9	97,1
2023	1.528,1	605,3	134,9	51,1	86,2	701,8	659,1	500,4	212,6	111,5	37,8	48,9	127,5	103,8
2024 gen.	1.539,4	609,0	155,2	51,4	90,4	684,8	642,7	552,8	211,2	145,8	43,2	47,1	148,8	121,6
feb.	1.534,3	604,4	152,9	49,4	93,1	683,8	643,2	458,8	183,6	112,6	36,6	39,7	122,9	100,7
mar.	1.537,4	612,4	151,3	48,5	82,0	691,6	644,0	462,8	183,3	109,7	33,3	38,6	131,3	102,8
apr.	1.516,6	571,3	160,8	53,8	91,3	693,3	645,0	452,9	171,0	101,4	38,7	48,9	131,5	105,1
mag.	1.516,1	551,9	181,9	53,5	93,4	688,9	635,8	455,5	174,2	105,9	40,5	41,8	133,6	102,1
giu.	1.527,2	564,8	171,6	50,5	87,6	703,1	655,0	410,1	160,0	84,8	35,7	38,4	126,8	95,4
<b>A lungo termine</b>														
2021	19.894,9	4.181,6	3.327,3	1.344,0	1.622,3	10.763,7	9.942,7	316,6	68,8	82,9	33,5	23,3	141,6	128,1
2022	17.849,5	3.967,2	3.194,1	1.341,0	1.417,4	9.270,8	8.558,8	298,9	79,5	71,7	30,2	17,0	130,6	121,2
2023	19.507,0	4.504,4	3.374,2	1.356,7	1.527,9	10.100,5	9.360,8	323,2	94,5	69,1	25,4	21,2	138,4	130,0
2024 gen.	19.612,7	4.560,4	3.432,7	1.364,7	1.527,4	10.092,2	9.345,0	472,9	167,5	89,7	30,7	22,7	193,0	172,3
feb.	19.571,4	4.559,9	3.432,0	1.359,1	1.516,8	10.062,7	9.310,8	371,3	100,5	65,0	11,3	19,3	186,4	168,1
mar.	19.846,1	4.640,0	3.462,0	1.367,0	1.537,5	10.206,6	9.444,8	434,8	126,5	94,4	31,1	34,9	179,0	164,3
apr.	19.747,2	4.655,5	3.451,2	1.356,4	1.536,2	10.104,2	9.354,5	346,3	100,5	66,3	10,5	35,6	143,9	138,0
mag.	19.793,5	4.672,7	3.486,1	1.350,2	1.543,3	10.091,3	9.341,1	398,1	77,1	109,2	19,6	33,5	178,3	160,1
giu.	19.928,4	4.685,0	3.508,8	1.356,3	1.557,8	10.176,9	9.422,2	308,3	74,8	69,4	27,2	28,0	136,0	127,7

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				
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2021	21.301,6	4.609,0	3.452,2	1.392,7	1.712,0	11.528,4	10.617,5	10.367,6	600,3	1.486,6	8.279,7
2022	19.227,6	4.442,3	3.335,5	1.391,4	1.512,0	9.937,8	9.180,5	8.712,4	525,2	1.290,2	6.896,4
2023	21.035,1	5.109,7	3.509,0	1.407,9	1.614,1	10.802,3	10.019,9	9.690,9	621,8	1.410,7	7.658,0
2024 gen.	21.152,1	5.169,5	3.587,9	1.416,1	1.617,8	10.777,0	9.987,8	9.842,9	641,1	1.439,4	7.762,0
feb.	21.105,6	5.164,3	3.584,8	1.408,5	1.609,9	10.746,6	9.954,0	10.167,2	652,5	1.502,1	8.012,2
mar.	21.383,5	5.252,5	3.613,3	1.415,6	1.619,5	10.898,2	10.088,8	10.523,5	727,4	1.591,3	8.204,3
apr.	21.263,8	5.226,8	3.612,0	1.410,2	1.627,5	10.797,5	9.999,4	10.248,0	729,1	1.529,5	7.989,0
mag.	21.309,6	5.224,6	3.668,0	1.403,7	1.636,8	10.780,1	9.976,9	10.382,2	750,6	1.556,6	8.074,6
giu.	21.455,6	5.249,8	3.680,4	1.406,9	1.645,4	10.880,0	10.077,1	10.074,2	697,9	1.502,7	7.873,2
<b>Tasso di crescita <sup>1)</sup></b>											
2023 nov.	5,5	10,7	2,9	1,2	2,5	4,5	4,9	-1,3	-3,3	0,9	-1,5
dic.	5,9	12,2	3,0	1,2	2,3	4,6	5,0	-1,5	-3,1	0,7	-1,7
2024 gen.	6,0	11,1	4,7	2,4	2,1	4,7	5,1	-1,5	-3,0	0,7	-1,8
feb.	5,7	10,6	4,4	1,7	2,0	4,5	4,8	-1,5	-3,0	0,7	-1,7
mar.	5,8	11,4	4,7	2,3	2,3	4,2	4,6	-1,3	-3,0	1,0	-1,6
apr.	5,7	10,2	4,6	1,0	3,0	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,6	-1,6
mag.	5,4	8,8	4,0	-2,3	2,8	4,8	4,7	-1,2	-3,2	0,5	-1,3
giu.	4,7	7,8	3,4	-3,1	3,1	4,1	4,1	-0,6	-3,3	-1,0	-0,3

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	4	5	6	7	8	
2021	99,6	93,7	93,7	89,3	68,3	87,5	120,5	94,3	
2022	95,3	90,8	93,7	84,2	63,4	82,7	116,1	90,9	
2023	98,1	94,0	98,1	88,3	65,2	86,3	121,8	94,7	
2023 3° trim.	98,9	94,9	99,0	89,0	65,6	87,2	123,5	95,9	
4° trim.	98,3	94,2	98,3	88,8	65,9	87,1	123,0	95,1	
2024 1° trim.	98,4	94,5	98,3	88,8	65,9	87,7	123,7	95,2	
2° trim.	98,7	94,5	98,9	.	.	.	124,1	95,1	
2024 gen.	98,4	94,4	98,3	-	-	-	123,6	95,2	
feb.	98,1	94,1	98,1	-	-	-	123,3	94,9	
mar.	98,8	94,8	98,7	-	-	-	124,2	95,5	
apr.	98,6	94,5	98,5	-	-	-	124,0	95,1	
mag.	98,9	94,8	99,2	-	-	-	124,4	95,3	
giu.	98,5	94,4	99,0	-	-	-	124,0	94,9	
				<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2024 giu.	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,3	-0,4	
				<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2024 giu.	0,3	0,6	0,8	-	-	-	1,8	0,2	

Fonte: BCE.

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

### 4.9 Tassi di cambio bilaterali

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

	Renminbi cinese	Kuna 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	12
2021	7,628	7,528	25,640	7,437	358,516	129,877	4,565	0,860	4,9215	10,146	1,081	1,183
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
2023 3° trim.	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
4° trim.	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
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
2024 gen.	7,820	.	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
feb.	7,765	.	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
mar.	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
apr.	7,766	.	25,278	7,460	392,411	165,030	4,303	0,857	4,9730	11,591	0,976	1,073
mag.	7,821	.	24,818	7,461	387,183	168,536	4,280	0,856	4,9754	11,619	0,983	1,081
giu.	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
							<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>					
2024 giu.	-0,2	0,0	-0,2	0,0	2,0	0,8	1,0	-1,1	0,0	-2,9	-2,2	-0,5
							<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>					
2024 giu.	0,5	.	4,6	0,1	6,5	10,9	-3,1	-1,4	0,3	-3,4	-1,5	-0,7

Fonte: BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2023 2° trim.	32.071,3	31.998,5	72,8	12.218,1	10.028,3	11.962,3	14.119,1	-9,0	6.794,7	7.851,1	1.105,2	16.375,9
3° trim.	32.250,2	31.983,3	266,9	12.318,8	10.109,6	12.006,9	14.111,2	-31,2	6.842,1	7.762,5	1.113,6	16.374,8
4° trim.	32.190,1	31.841,7	348,4	11.939,7	9.696,9	12.447,1	14.682,9	-15,3	6.670,8	7.461,9	1.147,7	16.048,3
2024 1° trim.	33.581,1	32.989,2	591,9	12.255,9	9.806,9	13.142,9	15.446,3	-15,8	6.983,1	7.736,1	1.215,1	16.537,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2024 1° trim.	231,4	227,4	4,1	84,5	67,6	90,6	106,5	-0,1	48,1	53,3	8,4	114,0
<i>Transazioni</i>												
2023 2° trim.	56,4	5,1	51,3	-89,4	-84,3	222,8	154,0	-4,8	-74,1	-64,7	1,9	-
3° trim.	129,6	35,4	94,2	4,4	14,8	98,5	111,0	-1,1	29,9	-90,4	-2,2	-
4° trim.	-304,0	-424,3	120,3	-308,1	-300,2	44,0	84,3	23,0	-69,3	-208,4	6,4	-
2024 1° trim.	563,9	451,9	112,0	118,3	50,0	174,4	190,0	11,4	258,6	211,9	1,2	-
2023 nov.	-4,2	-32,7	28,4	-50,3	-52,1	46,7	26,8	1,1	-3,1	-7,4	1,4	-
dic.	-277,0	-324,1	47,0	-144,5	-131,5	-4,0	44,2	4,9	-134,8	-236,7	1,5	-
2024 gen.	214,8	174,8	39,9	25,6	16,0	71,3	91,2	12,0	105,0	67,7	0,8	-
feb.	208,8	193,9	14,9	52,4	3,0	59,1	72,6	11,4	85,1	118,3	0,9	-
mar.	140,3	83,1	57,2	40,3	31,1	44,0	26,2	-11,9	68,4	25,8	-0,5	-
apr.	70,8	53,4	17,3	27,0	-8,2	22,3	44,5	7,3	13,4	17,1	0,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2024 apr.	492,1	90,7	401,4	-207,1	-316,6	487,9	576,9	37,3	164,1	-169,5	9,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2024 apr.	3,4	0,6	2,8	-1,4	-2,2	3,4	4,0	0,3	1,1	-1,2	0,1	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	M3											Totale
	M2						M3-M2				Totale	
	M1			M2-M1		Totale	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 prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze												
2021	1.469,3	9.822,6	11.291,8	918,8	2.504,9	3.423,7	14.715,5	118,7	644,1	25,3	788,1	15.503,7
2022	1.539,5	9.763,0	11.302,6	1.382,1	2.563,9	3.946,1	15.248,7	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,4
2023	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2023 2° trim.	1.535,3	9.179,2	10.714,4	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15.991,1
3° trim.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,1	131,0	714,4	75,7	921,1	15.994,2
4° trim.	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	1.522,3	8.735,8	10.258,1	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.136,6	192,7	787,1	72,9	1.052,7	16.189,3
2023 dic.	1.536,0	8.834,3	10.370,3	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.138,6	186,8	739,5	70,1	996,4	16.135,0
2024 gen.	1.532,6	8.729,1	10.261,7	2.360,5	2.447,6	4.808,1	15.069,9	183,2	754,0	85,6	1.022,8	16.092,7
2024 feb.	1.532,7	8.711,8	10.244,5	2.423,9	2.433,7	4.857,6	15.102,1	178,5	769,2	69,4	1.017,2	16.119,3
mar.	1.522,3	8.735,8	10.258,1	2.447,5	2.431,0	4.878,5	15.136,6	192,7	787,1	72,9	1.052,7	16.189,3
mar.	1.531,3	8.722,3	10.253,7	2.459,8	2.431,4	4.891,2	15.144,9	205,1	797,2	73,2	1.075,5	16.220,4
mag. <sup>(p)</sup>	1.528,5	8.740,4	10.268,9	2.505,4	2.430,7	4.936,0	15.204,9	205,1	791,2	66,4	1.062,7	16.267,6
Transazioni												
2021	106,6	908,1	1.014,7	-121,0	65,7	-55,3	959,4	12,3	20,3	13,2	45,7	1.005,1
2022	70,3	-47,4	23,0	429,5	54,9	484,4	507,4	3,9	2,4	76,6	82,8	590,2
2023	-5,0	-954,4	-959,3	925,5	-100,1	825,4	-133,9	40,9	93,8	23,1	157,8	23,9
2023 2° trim.	-6,9	-275,6	-282,4	226,1	-30,2	195,9	-86,5	11,6	19,0	-5,5	25,2	-61,3
3° trim.	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,7
4° trim.	0,3	-129,5	-129,2	228,9	-6,8	222,1	92,9	35,0	26,0	-6,3	54,6	147,6
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	-13,1	-104,1	-117,2	135,8	-27,0	108,9	-8,3	8,3	47,4	8,0	63,7	55,4
2023 dic.	2,3	12,5	14,8	78,3	11,7	90,0	104,8	3,8	21,3	-2,3	22,8	127,6
2024 gen.	-2,8	-110,2	-113,0	46,7	-11,0	35,7	-77,3	-1,2	14,4	21,2	34,3	-43,0
2024 feb.	0,1	-17,8	-17,8	65,7	-13,3	52,4	34,6	-4,6	15,1	-14,9	-4,4	30,2
mar.	-10,3	24,0	13,6	23,5	-2,7	20,8	34,4	14,2	17,9	1,7	33,7	68,2
mar.	9,0	-15,0	-6,0	10,5	0,4	10,9	4,9	12,2	9,9	1,1	23,2	28,1
mag. <sup>(p)</sup>	-2,8	21,1	18,3	35,6	-0,7	34,9	53,3	0,3	-6,0	-6,8	-12,4	40,8
Variazioni percentuali												
2021	7,8	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,2	158,5	6,2	6,9
2022	4,8	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2023 2° trim.	0,4	-9,3	-8,0	85,8	-0,4	24,0	-0,6	-2,7	14,4	325,1	22,3	0,5
3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,3	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,8	19,9	-1,2
4° trim.	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
2023 dic.	-0,3	-9,7	-8,5	66,6	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,5	43,4	19,3	0,1
2024 gen.	-0,5	-9,9	-8,6	62,1	-4,3	19,8	-1,1	25,1	18,2	68,9	22,8	0,1
2024 feb.	-0,4	-8,9	-7,8	57,9	-4,7	18,8	-0,6	29,6	17,8	0,1	18,2	0,4
mar.	-1,3	-7,5	-6,6	49,8	-4,6	16,7	-0,2	68,6	16,3	-16,7	19,3	0,9
mar.	-0,3	-6,8	-5,9	45,4	-4,2	15,6	0,1	78,5	17,8	-10,3	22,6	1,3
mag. <sup>(p)</sup>	-0,5	-5,6	-4,9	41,3	-3,9	14,7	0,7	64,6	14,7	-23,2	17,5	1,6

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.088,0	5.380,9	374,1	2.332,3	0,7	1.272,7	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	135,0	6,4	8.373,4	5.536,6	444,9	2.391,1	0,9	1.302,3	236,3	560,8
2023	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2023 2° trim.	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.362,5	5.310,2	701,6	2.349,9	0,8	1.186,6	229,1	564,9
3° trim.	3.322,7	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.350,5	5.205,0	847,5	2.297,1	0,8	1.217,0	212,6	565,7
4° trim.	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,0	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
2023 dic.	3.335,4	2.424,0	767,7	131,6	12,1	8.425,1	5.111,0	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,4	234,8	541,7
2024 gen.	3.325,8	2.383,3	802,9	128,4	11,1	8.441,4	5.083,3	1.073,2	2.283,8	1,1	1.208,5	221,9	522,9
2024 feb.	3.316,4	2.366,9	810,0	127,9	11,5	8.452,6	5.065,7	1.114,0	2.271,9	1,0	1.214,0	223,4	541,6
mar.	3.332,7	2.380,0	814,3	127,6	10,8	8.460,0	5.056,1	1.135,9	2.267,0	1,0	1.244,0	227,2	543,1
mar.	3.346,2	2.384,1	824,6	126,7	10,7	8.487,7	5.058,8	1.160,5	2.267,4	1,0	1.248,6	209,8	526,4
mag. <sup>(p)</sup>	3.371,9	2.389,6	846,7	126,9	8,7	8.495,6	5.046,6	1.180,3	2.267,7	1,0	1.262,3	214,7	537,0
<b>Transazioni</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,0	411,1	-65,0	76,1	-0,2	159,2	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,1	167,5	75,2	53,3	0,1	1,2	7,7	14,0
2023	-29,1	-302,9	269,3	-1,4	5,9	22,5	-458,3	575,4	-95,1	0,6	-55,5	0,0	-25,9
2023 2° trim.	0,7	-91,7	90,6	-0,6	2,4	-19,1	-127,0	135,2	-27,1	-0,1	-37,7	-1,3	-10,7
3° trim.	-13,7	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,2	-110,6	149,3	-52,9	0,0	30,2	-17,3	0,6
4° trim.	21,2	-8,7	32,4	-0,1	-2,5	76,6	-93,0	175,0	-6,0	0,6	30,9	23,0	-24,1
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	-4,0	-46,0	45,8	-3,5	-0,2	32,1	-55,7	112,2	-24,0	-0,4	-8,3	-8,0	1,3
2023 dic.	11,4	20,7	-4,7	-0,3	-4,2	52,3	-12,5	52,0	12,2	0,6	25,6	11,6	5,4
2024 gen.	-10,9	-42,1	34,3	-3,3	0,1	13,5	-28,6	49,7	-7,2	-0,3	-46,4	-13,2	-18,8
2024 feb.	-9,1	-16,9	7,3	0,1	0,4	10,8	-17,7	40,6	-11,9	-0,1	8,2	1,3	18,7
mar.	16,0	12,9	4,1	-0,3	-0,7	7,7	-9,4	21,9	-4,9	0,1	29,9	3,9	1,5
mar.	13,0	3,7	10,3	-0,8	-0,2	27,3	2,5	24,5	0,4	-0,1	3,1	-17,6	-17,7
mag. <sup>(p)</sup>	28,4	7,0	23,1	0,1	-1,9	8,5	-11,8	20,0	0,3	0,0	3,8	5,1	10,6
<b>Variazioni percentuali</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,2	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 2° trim.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,5	97,4	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
3° trim.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
4° trim.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
2023 dic.	-0,9	-11,1	54,0	-1,0	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 gen.	-1,1	-11,2	49,6	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,7	-4,3	39,2	-5,3	-4,9	-7,3
2024 feb.	-1,2	-10,5	42,3	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,3	-4,7	28,9	-1,7	-1,3	-6,0
mar.	0,1	-8,2	36,4	-3,2	39,0	0,9	-7,1	101,2	-4,6	12,1	1,4	-1,6	-5,7
mar.	0,6	-7,0	32,6	-3,2	16,1	1,4	-6,2	91,8	-4,3	9,0	1,9	-8,6	-6,8
mag. <sup>(p)</sup>	1,9	-5,4	31,8	-3,2	-11,9	1,5	-5,7	81,0	-3,9	11,2	2,7	-5,7	-4,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2021	6.531,5	994,3	5.535,4	14.805,5	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.576,9	888,1
2022	6.361,8	1.004,7	5.332,0	15.390,4	12.990,1	13.177,9	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,3	836,0
2023	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2023 2° trim.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.430,9	12.986,6	13.207,9	5.126,9	6.636,1	1.081,1	142,5	1.575,0	869,3
3° trim.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.435,4	12.984,0	13.192,8	5.114,7	6.635,7	1.096,5	137,2	1.576,9	874,6
4° trim.	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2024 1° trim.	6.217,3	976,8	5.214,9	15.547,5	13.044,8	13.275,9	5.115,7	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,2	931,4
2023 dic.	6.315,7	994,7	5.295,6	15.493,8	13.037,0	13.256,8	5.126,7	6.648,6	1.122,8	139,0	1.559,1	897,7
2024 gen.	6.249,9	984,4	5.240,1	15.498,6	13.004,6	13.240,7	5.110,5	6.634,7	1.125,2	134,1	1.584,3	909,7
feb.	6.210,2	982,6	5.202,1	15.527,6	13.028,1	13.262,5	5.113,2	6.638,2	1.140,6	136,1	1.581,9	917,5
mar.	6.217,3	976,8	5.214,9	15.547,5	13.044,8	13.275,9	5.115,7	6.644,2	1.145,1	139,8	1.571,2	931,4
mar.	6.209,8	972,8	5.211,4	15.534,1	13.058,3	13.292,4	5.111,4	6.642,1	1.167,7	137,0	1.556,0	919,8
mag.	6.176,7	972,8	5.178,3	15.530,6	13.067,0	13.300,2	5.117,2	6.640,7	1.179,1	130,0	1.541,6	922,0
<b>Transazioni</b>												
2021	663,1	-0,9	673,6	562,7	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	77,7	9,2
2022	176,0	9,6	165,6	635,9	624,1	680,7	269,4	241,9	126,1	-13,4	18,2	-6,4
2023	-160,5	-16,8	-144,0	55,5	25,1	72,6	-5,4	7,8	30,7	-8,1	-15,3	45,7
2023 2° trim.	-75,1	-8,6	-67,0	7,0	-25,7	6,3	-5,1	-28,6	7,2	0,8	17,5	15,2
3° trim.	-18,2	1,6	-19,5	10,1	2,2	-9,3	-8,6	2,1	14,0	-5,3	2,1	5,8
4° trim.	5,9	7,8	-2,2	39,1	46,6	69,4	10,0	17,6	16,7	2,2	-23,8	16,3
2024 1° trim.	-75,1	-16,4	-58,9	60,9	24,9	37,5	-5,4	-0,9	30,5	0,8	12,3	23,7
2023 dic.	36,3	9,0	27,2	6,2	-5,1	13,4	11,3	-3,5	-17,8	4,9	-4,3	15,7
2024 gen.	-44,2	-8,8	-35,6	7,2	-28,0	-11,8	-14,1	-13,2	4,2	-4,9	27,0	8,3
feb.	-22,1	-2,0	-20,0	36,3	32,9	33,3	5,7	4,7	20,4	2,0	-1,3	4,7
mar.	-8,8	-5,6	-3,3	17,3	20,1	16,0	3,0	7,6	5,8	3,6	-13,4	10,6
mar.	14,4	-3,3	17,6	-7,4	13,2	16,5	-4,5	-1,1	21,7	-2,8	-14,5	-6,1
mag.	-28,7	0,0	-28,8	-9,0	2,9	3,2	8,1	-1,2	2,9	-7,0	-13,8	1,9
<b>Variazioni percentuali</b>												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,1	1,0
2022	2,7	1,0	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	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,6	1,4	2,0	2,5	1,1	0,8	-12,2	1,0	4,4
3° trim.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,2	0,3	-0,4	0,3	-0,2	-13,9	1,6	5,0
4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 1° trim.	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
2023 dic.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 gen.	-2,5	-1,1	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	3,0	-9,1	1,3	6,4
feb.	-2,8	-1,3	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,2	5,8	-7,7	1,6	6,2
mar.	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,1	6,3	-1,2	0,5	7,2
mar.	-1,9	-0,7	-2,1	0,7	0,5	0,9	-0,2	-0,2	8,7	-4,5	-0,6	5,7
mag.	-1,4	-1,4	-1,5	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	6,9	-7,6	-2,5	5,2

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) Includi 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
	Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2021	4.864,8	4.995,5	885,0	1.005,2	2.974,6	6.372,6	6.637,5	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.129,8	5.130,8	962,6	1.077,6	3.089,6	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,7	700,2
2023	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2023 2° trim.	5.126,9	5.137,8	922,0	1.088,2	3.116,8	6.636,1	6.869,6	726,0	5.209,8	700,3
3° trim.	5.114,7	5.123,3	911,5	1.085,4	3.117,8	6.635,7	6.867,1	731,6	5.212,7	691,3
4° trim.	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 1° trim.	5.115,7	5.132,8	888,0	1.088,6	3.139,0	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
2023 dic.	5.126,7	5.143,4	910,1	1.091,2	3.125,5	6.648,6	6.865,8	733,5	5.229,2	685,9
2024 gen.	5.110,5	5.128,0	889,9	1.093,8	3.126,9	6.634,7	6.869,4	734,7	5.216,4	683,7
feb.	5.113,2	5.130,4	890,8	1.090,6	3.131,8	6.638,2	6.871,8	736,7	5.220,3	681,2
mar.	5.115,7	5.132,8	888,0	1.088,6	3.139,0	6.644,2	6.873,5	742,0	5.222,6	679,6
mar.	5.111,4	5.127,3	876,8	1.087,7	3.146,9	6.642,1	6.876,1	741,3	5.223,9	676,9
mag.	5.117,2	5.130,1	888,2	1.086,2	3.142,8	6.640,7	6.877,4	742,0	5.222,2	676,5
<b>Transazioni</b>										
2021	176,9	208,3	0,2	2,3	174,4	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,4	309,2	78,0	77,4	114,1	241,9	250,3	23,3	217,8	0,9
2023	-5,4	24,9	-43,8	10,5	27,9	7,8	25,7	18,9	9,9	-21,1
2023 2° trim.	-5,1	-0,1	-9,6	-2,9	7,5	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
3° trim.	-8,6	-10,3	-10,8	-3,3	5,6	2,1	0,6	6,7	3,1	-7,6
4° trim.	10,0	30,3	4,0	5,4	0,7	17,6	3,4	3,8	17,6	-3,8
2024 1° trim.	-5,4	-3,3	-20,0	-1,4	16,0	-0,9	9,8	9,4	-5,2	-5,0
2023 dic.	11,3	16,7	6,7	4,6	0,0	-3,5	-0,4	2,0	-3,7	-1,9
2024 gen.	-14,1	-12,9	-18,8	1,8	2,9	-13,2	3,5	1,1	-12,4	-1,8
feb.	5,7	6,2	2,1	-2,4	5,9	4,7	4,0	2,5	4,5	-2,3
mar.	3,0	3,4	-3,3	-0,9	7,2	7,6	2,3	5,7	2,7	-0,9
mar.	-4,5	-5,4	-7,5	-2,4	5,4	-1,1	3,2	-0,1	1,4	-2,4
mag.	8,1	5,2	12,2	-0,8	-3,3	-1,2	2,6	1,0	-1,5	-0,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 2° trim.	2,5	3,1	-1,8	6,3	2,5	1,1	1,7	2,6	1,3	-1,7
3° trim.	-0,4	0,2	-8,8	2,2	1,4	0,3	0,8	2,8	0,3	-2,5
4° trim.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 1° trim.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2023 dic.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 gen.	-0,5	0,2	-5,8	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
feb.	-0,3	0,3	-4,5	0,1	0,8	-0,2	0,3	2,8	-0,2	-3,1
mar.	-0,2	0,3	-3,9	-0,2	1,0	-0,1	0,2	3,3	-0,2	-3,0
mar.	-0,2	0,2	-3,8	-0,7	1,1	-0,2	0,2	3,0	-0,2	-3,1
mag.	-0,1	0,3	-2,3	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,9

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	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	
<b>Consistenze</b>										
2021	736,1	6.884,3	1.838,9	37,1	1.999,0	3.009,3	1.376,4	410,6	128,5	136,8
2022	648,6	6.755,7	1.783,1	45,9	2.121,8	2.804,8	1.333,4	387,2	137,2	147,2
2023	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2023 2° trim.	484,9	6.985,0	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,9	1.461,0	293,9	169,0	172,6
3° trim.	455,9	7.144,7	1.824,6	72,9	2.367,0	2.880,2	1.633,3	314,0	153,8	163,3
4° trim.	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	399,4	7.464,7	1.828,5	105,2	2.502,4	3.028,5	2.045,5	243,2	178,0	174,2
2023 dic.	461,3	7.340,2	1.826,4	90,5	2.422,1	3.001,2	1.859,0	268,1	155,0	152,6
2024 gen.	457,2	7.377,6	1.829,9	96,9	2.447,4	3.003,4	1.961,6	217,4	165,7	159,7
feb.	438,6	7.366,3	1.828,1	101,7	2.464,0	2.972,5	1.941,7	244,6	165,4	173,4
mar.	399,4	7.464,7	1.828,5	105,2	2.502,4	3.028,5	2.045,5	243,2	178,0	174,2
mar.	438,2	7.507,3	1.826,4	107,9	2.531,7	3.041,3	2.173,2	248,9	163,6	177,4
mag. <sup>(p)</sup>	445,1	7.507,5	1.824,7	109,1	2.527,9	3.045,9	2.232,7	280,2	159,1	165,0
<b>Transazioni</b>										
2021	25,4	-38,7	-74,9	-5,0	-39,7	81,0	-112,2	-121,7	-8,3	-4,3
2022	-83,4	62,0	-89,0	-4,4	15,5	139,9	-68,4	-174,8	10,4	18,0
2023	-193,6	332,2	24,7	40,1	225,3	42,1	459,0	-191,4	19,7	9,0
2023 2° trim.	-88,7	96,8	13,8	6,1	61,8	15,1	90,0	-75,1	16,8	6,7
3° trim.	-29,1	96,5	16,9	11,4	44,9	23,3	130,5	-59,7	-13,3	-6,0
4° trim.	5,4	61,3	-11,3	17,6	60,0	-5,0	176,1	-6,9	1,2	-10,7
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	-61,5	107,1	4,9	14,7	94,3	-6,8	133,8	-18,6	25,6	21,5
2023 dic.	53,8	12,2	-2,0	6,8	19,1	-11,7	52,9	98,3	-15,4	-9,4
2024 gen.	-3,7	61,9	2,7	6,4	38,3	14,5	105,9	-53,8	10,7	7,0
feb.	-18,6	12,4	1,8	4,7	14,8	-9,0	-11,9	21,7	2,3	13,7
mar.	-39,2	32,8	0,4	3,5	41,2	-12,4	39,7	13,6	12,5	0,8
mar.	39,5	23,2	-2,1	2,6	23,4	-0,7	100,6	-16,7	-14,4	3,2
mag. <sup>(p)</sup>	6,8	11,2	-1,0	1,3	3,2	7,7	61,6	34,9	-4,5	-12,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,6	-0,6	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,9	-4,8	-13,0	0,6	4,9	-	-	7,8	12,7
2023	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 2° trim.	-37,5	3,6	-2,2	25,1	8,7	3,2	-	-	1,8	10,3
3° trim.	-30,2	4,9	1,4	48,8	10,4	2,3	-	-	5,6	14,2
4° trim.	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 1° trim. <sup>(p)</sup>	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
2023 dic.	-29,7	4,9	1,4	80,2	10,5	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 gen.	-20,1	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
feb.	-21,4	5,0	1,7	88,6	10,5	1,4	-	-	10,0	11,0
mar.	-30,3	5,2	1,3	89,9	11,7	0,9	-	-	20,3	7,1
mar.	-23,2	5,1	0,4	89,7	12,4	0,8	-	-	9,6	11,8
mag. <sup>(p)</sup>	-10,4	4,7	0,6	85,1	11,0	0,7	-	-	-6,1	-8,6

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

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale
		Totale	Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali netti			Totale	Reddito da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Prestazioni sociali	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,5	46,0	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,7	6,0	1,5	25,3	4,6
2021	47,1	46,3	13,2	13,1	15,1	0,8	52,3	47,1	10,2	6,0	1,5	24,0	5,2
2022	47,0	46,2	13,5	12,9	14,8	0,8	50,6	45,3	9,9	5,9	1,7	22,8	5,3
2023	46,5	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,1	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
2023 1° trim.	46,7	45,9	13,4	12,8	14,7	0,8	50,4	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,3
2° trim.	46,5	45,7	13,4	12,7	14,7	0,8	50,5	45,1	9,8	5,9	1,7	22,7	5,4
3° trim.	46,4	45,6	13,4	12,6	14,7	0,8	50,3	44,9	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4
4° trim.	46,4	45,6	13,4	12,5	14,7	0,8	50,0	44,6	9,8	6,0	1,7	22,6	5,4

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		
	1	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2020	97,2	3,2	14,5	79,5	54,3	39,1	42,9	11,2	86,0	18,8	31,0	47,5	95,6	1,7
2021	94,8	3,0	13,9	77,9	54,9	41,3	39,9	9,9	84,9	17,4	30,3	47,2	93,3	1,4
2022	90,8	2,7	13,2	74,9	53,1	40,2	37,7	8,8	82,0	16,3	28,8	45,7	89,9	1,0
2023	88,6	2,5	12,2	73,9	49,9	36,6	38,7	8,0	80,5	15,4	28,4	44,7	87,8	0,8
2023 1° trim.	90,6	2,5	12,8	75,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	90,1	2,5	12,4	75,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3° trim.	89,6	2,5	12,2	74,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	88,6	2,5	12,2	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 2° trim.	12,8	11,5	3,4	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
3° trim.	13,0	11,7	3,5	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
4° trim.	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 1° trim.	12,9	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
2023 dic.	13,1	11,7	4,2	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 gen.	12,5	11,2	3,9	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1
feb.	12,6	11,2	4,3	1,3	0,3	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,6	3,7	2,3
mar.	12,9	11,6	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
apr.	13,0	11,6	3,9	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
mag.	12,9	11,4	3,3	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,2	2,1	1,4	3,7	2,6

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	-4,3	-5,4	-5,0	-9,8	-10,1	-8,9	-7,2	-9,4	-5,7
2021	-5,4	-3,6	-2,5	-1,5	-7,0	-6,7	-6,6	-2,5	-8,7	-1,8
2022	-3,6	-2,5	-1,0	1,7	-2,5	-4,7	-4,8	0,1	-8,6	2,7
2023	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
2023 1° trim.	-4,0	-2,9	-1,3	1,9	-2,8	-4,4	-4,8	-0,1	-8,5	3,1
2° trim.	-3,8	-3,3	-1,8	1,9	-2,7	-4,6	-5,3	-0,5	-8,3	3,0
3° trim.	-3,9	-3,2	-2,3	1,6	-1,4	-4,5	-5,5	-0,3	-7,7	3,1
4° trim.	-4,4	-2,5	-3,4	1,7	-1,6	-3,6	-5,5	-0,7	-7,4	3,1
Debito pubblico										
2020	111,9	68,8	18,6	58,1	207,0	120,3	114,9	86,1	155,0	114,9
2021	107,9	69,0	17,8	54,4	195,0	116,8	113,0	77,5	147,1	99,3
2022	104,3	66,1	18,5	44,4	172,7	111,6	111,9	67,8	140,5	85,6
2023	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3
2023 1° trim.	106,3	65,6	17,3	43,5	169,4	111,2	112,5	68,6	139,3	82,9
2° trim.	105,6	64,6	18,5	43,1	167,2	111,2	112,0	65,8	140,1	84,9
3° trim.	107,6	64,7	18,2	43,5	165,6	109,8	112,0	63,9	137,9	79,0
4° trim.	105,2	63,6	19,6	43,7	161,9	107,7	110,6	63,0	137,3	77,3

	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	-4,4	-6,5	-3,4	-9,4	-3,7	-8,0	-5,8	-7,6	-5,3	-5,6
2021	-7,2	-1,1	0,5	-7,6	-2,2	-5,8	-2,9	-4,6	-5,2	-2,8
2022	-4,6	-0,6	-0,3	-5,5	-0,1	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,4
2023	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
2023 1° trim.	-4,3	-1,0	-0,9	-4,8	-0,4	-3,0	0,1	-3,0	-2,3	-0,4
2° trim.	-3,0	-1,1	-1,0	-4,3	-0,5	-3,4	0,0	-2,8	-2,8	-1,3
3° trim.	-3,3	-0,9	-1,0	-3,7	-0,4	-3,2	0,4	-2,8	-3,4	-2,0
4° trim.	-2,2	-0,8	-1,3	-4,9	-0,3	-2,7	1,2	-2,5	-4,9	-2,7
Debito pubblico										
2020	42,7	46,2	24,6	52,2	54,7	82,9	134,9	79,6	58,8	74,7
2021	44,4	43,4	24,5	53,9	51,7	82,5	124,5	74,4	61,1	72,6
2022	41,8	38,1	24,7	51,6	50,1	78,4	112,4	72,5	57,7	73,5
2023	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8
2023 1° trim.	43,7	38,0	28,4	51,6	48,3	80,1	112,3	72,2	57,9	73,6
2° trim.	40,1	38,1	28,3	49,8	46,9	78,5	110,0	70,7	59,5	74,5
3° trim.	42,0	37,4	25,8	49,6	45,8	78,3	107,5	71,8	58,4	74,3
4° trim.	43,6	38,3	25,7	50,4	46,5	77,8	99,1	69,2	56,0	75,8

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 17 luglio 2024.

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

ISSN 2363-3433 (online)

Numero di catalogo dell'UE QB-BP-24-005-IT-N (online)