



BANCA CENTRALE EUROPEA
EUROSISTEMA

Bollettino economico

Numero 8 / 2024



Indice

Andamenti economici, finanziari e monetari	3
Quadro generale	3
1 Contesto esterno	10
2 Attività economica	15
3 Prezzi e costi	22
4 Andamenti del mercato finanziario	30
5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	36
6 Andamenti della finanza pubblica	43
Riquadri	47
1 Fattori alla base della tenuta dei corsi azionari statunitensi: struttura del mercato, aspettative sugli utili o premi per il rischio azionario?	47
2 Gli effetti a breve termine del sistema di scambio di quote di emissione sugli investimenti europei	54
3 Quali segnali economici possono essere desunti misurando l'incertezza?	59
4 Le determinanti dell'elevato tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro	63
5 La trasmissione della politica monetaria all'inflazione di beni e servizi: una prospettiva granulare	69
6 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 24 luglio al 22 ottobre 2024	74
7 Revoca graduale delle OMRLT-III e condizioni del credito bancario	81
Articoli	87
1 Shock energetici, investimenti delle imprese e potenziali implicazioni per la competitività futura dell'UE	87
2 Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024	99
3 Quattro anni del programma Next Generation EU: una valutazione preliminare aggiornata del suo impatto economico	122

Andamenti economici, finanziari e monetari

Quadro generale

Nella riunione del 12 dicembre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

Il processo di disinflazione è ben avviato. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, ci si attende che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,4 per cento nel 2024, al 2,1 nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,1 nel 2027, anno dell'entrata in vigore del sistema ampliato di scambio di quote di emissione dell'UE. Per l'inflazione al netto della componente energetica e alimentare gli esperti anticipano una media del 2,9 per cento nel 2024, del 2,3 nel 2025 e dell'1,9 nel 2026 e nel 2027.

La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo suggerisce che l'inflazione si collocherà stabilmente intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine perseguito dal Consiglio direttivo. L'inflazione interna ha registrato una flessione ma resta elevata, principalmente perché salari e prezzi in determinati settori continuano ad adeguarsi, con considerevole ritardo, al passato incremento dell'inflazione.

Nonostante un allentamento a seguito delle recenti riduzioni dei tassi di interesse decise dal Consiglio direttivo, che rendono i nuovi prestiti a imprese e famiglie gradualmente meno onerosi, le condizioni di finanziamento si confermano rigide, in quanto la politica monetaria permane restrittiva e i passati rialzi dei tassi di interesse si stanno ancora trasmettendo alle consistenze dei crediti in essere.

La ripresa economica prevista nell'esercizio dello scorso dicembre sarebbe più lenta rispetto a quanto anticipato nelle proiezioni macroeconomiche formulate per l'area dell'euro a settembre 2024 dagli esperti della BCE. Nonostante l'aumento della crescita registrato nel terzo trimestre, gli indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano una contrazione nel quarto. Le proiezioni degli esperti indicano una crescita economica dello 0,7 per cento nel 2024, dell'1,1 nel 2025, dell'1,4 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. La ripresa prevista è riconducibile principalmente all'incremento dei redditi reali, grazie al quale le famiglie dovrebbero poter accrescere i loro consumi, e all'aumento degli investimenti delle imprese. Nel corso del tempo il graduale venir meno degli effetti della politica monetaria restrittiva dovrebbe sostenere la ripresa della domanda interna.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire

l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

Attività economica

L'economia è cresciuta dello 0,4 per cento nel terzo trimestre del 2024, superando le aspettative. La crescita è stata principalmente trainata dall'aumento dei consumi, in parte di riflesso a fattori una tantum che hanno stimolato il turismo nel corso dell'estate, e dall'accumulo di scorte da parte delle imprese. Dai dati più recenti emerge tuttavia una perdita di slancio. Le indagini segnalano una perdurante contrazione nel settore manifatturiero e un rallentamento della crescita nel comparto dei servizi. Le imprese stanno contenendo la spesa per investimenti a fronte della debole domanda e dell'elevata incertezza delle prospettive. Anche le esportazioni sono deboli e alcuni settori europei trovano difficoltoso rimanere competitivi.

Prosegue la buona tenuta del mercato del lavoro. L'occupazione è salita dello 0,2 per cento nel terzo trimestre del 2024, anche in questo caso superando le attese. Il tasso di disoccupazione si è mantenuto al minimo storico del 6,3 per cento a ottobre. Al tempo stesso, la domanda di lavoro continua a indebolirsi. Il tasso di posti vacanti è sceso al 2,5 per cento nel terzo trimestre, livello di 0,8 punti percentuali al di sotto del massimo, e inoltre le indagini segnalano una diminuzione dei posti di lavoro creati nel quarto trimestre.

La graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro dovrebbe proseguire nei prossimi anni, a fronte di notevoli incertezze sul piano geopolitico ed economico. In particolare, l'aumento dei salari reali e dell'occupazione, in presenza di andamenti robusti nei mercati del lavoro, dovrebbe sostenere una ripresa in cui i consumi si confermerebbero tra le determinanti principali. La domanda interna sarebbe altresì sorretta dall'allentarsi delle condizioni di finanziamento, in linea con le aspettative di mercato circa il profilo futuro dei tassi di interesse. Si ipotizza che le politiche di bilancio, pur caratterizzate da un elevato livello di incertezza, siano complessivamente avviate su un percorso di risanamento. I fondi messi a disposizione nell'ambito del Next Generation EU dovrebbero, nondimeno, sostenere l'espansione dell'economia fino alla scadenza del programma nel 2027. Nell'ipotesi, formulata nello scenario di base, che i principali partner commerciali dell'Europa mantengano invariate le proprie politiche commerciali, la domanda estera dovrebbe rafforzarsi e sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Di conseguenza, il contributo fornito alla crescita del PIL dall'interscambio netto sarebbe sostanzialmente neutro, malgrado i problemi di competitività esistenti. Il tasso di disoccupazione dovrebbe ulteriormente ridursi, portandosi su livelli bassi in prospettiva storica. Ci si attende che la produttività acceleri nell'orizzonte temporale di proiezione, in un contesto in cui iniziano a venir meno alcuni dei fattori ciclici che

hanno portato a una riduzione nel recente passato, benché permangano sfide strutturali. Complessivamente, secondo le proiezioni di dicembre 2024, ci si attende che l'espansione media annua del PIL in termini reali si collochi allo 0,7 per cento nel 2024, all'1,1 nel 2025 e all'1,4 nel 2026, per poi scendere all'1,3 nel 2027. Rispetto alle proiezioni dello scorso settembre, le prospettive per la crescita del PIL sono state riviste al ribasso, principalmente per effetto delle correzioni dei dati sugli investimenti nella prima metà del 2024, delle aspettative di rallentamento delle esportazioni per il 2025 e di una lieve correzione verso il basso della prevista espansione della domanda interna per il 2026.

Le politiche strutturali e di bilancio dovrebbero accrescere la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia. È fondamentale dare prontamente seguito, con politiche strutturali concrete e ambiziose, alle proposte di Mario Draghi per una maggiore competitività europea e a quelle di Enrico Letta per il rafforzamento del mercato unico. Il Consiglio direttivo accoglie con favore la valutazione della Commissione europea sui piani di medio termine dei governi per le politiche strutturali e di bilancio, nell'ambito del nuovo quadro di governance economica dell'UE. I governi dovrebbero ora concentrarsi sulla piena e tempestiva attuazione dei propri impegni in tale ambito. Contribuiranno così a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito pubblico/PIL, dando al tempo stesso priorità a riforme e investimenti volti a favorire la crescita.

Inflazione

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, a novembre l'inflazione sui dodici mesi è aumentata al 2,3 per cento, dal 2,0 di ottobre. Tale aumento era atteso e riflette principalmente un effetto base al rialzo connesso all'energia. L'inflazione degli alimentari è diminuita al 2,8 per cento e quella dei servizi al 3,9, mentre è cresciuta allo 0,7 per quanto riguarda i beni.

L'inflazione interna, che segue da vicino l'andamento dell'inflazione dei servizi, è tornata a ridursi in qualche misura a ottobre, portandosi al 4,2 per cento, un livello che permane tuttavia elevato. Questa evoluzione rispecchia le forti pressioni salariali e il fatto che i prezzi di alcuni servizi si stanno ancora adeguando con ritardo al passato incremento dell'inflazione. Nel complesso, tuttavia, l'andamento dell'inflazione di fondo è in linea con un ritorno durevole dell'inflazione all'obiettivo.

La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca intorno al 2 per cento e gli indicatori di compensazione dell'inflazione di medio-lungo periodo ricavati dai mercati sono diminuiti sensibilmente dalla riunione del Consiglio direttivo del 17 ottobre 2024.

Il tasso di crescita del costo del lavoro per dipendente è sceso al 4,4 per cento nel terzo trimestre del 2024, dal 4,7 del secondo. In un contesto di produttività stabile, ciò ha contribuito ad attenuare l'espansione del costo del lavoro per unità di prodotto.

L'attenuarsi delle pressioni dal lato del costo del lavoro e il perdurante impatto sui prezzi al consumo del passato inasprimento della politica monetaria messo in atto dal Consiglio direttivo dovrebbero favorire una stabilizzazione durevole dell'inflazione intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine, in un contesto in cui i precedenti bruschi cali delle quotazioni energetiche continuano a uscire dal calcolo dei tassi sui dodici mesi.

Secondo le proiezioni dello scorso dicembre, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC dovrebbe aumentare alla fine del 2024, prima di diminuire e collocarsi intorno all'obiettivo della BCE del 2 per cento a partire dal secondo trimestre del 2025. Gli effetti base nella componente energetica dovrebbero essere la principale determinante del temporaneo incremento dell'inflazione all'inizio dell'orizzonte temporale di proiezione. Sulla base delle ipotesi di un calo dei corsi del petrolio e del gas, è probabile che l'inflazione dei beni energetici resti negativa fino alla seconda metà del 2025 e si mantenga su livelli contenuti nel periodo successivo, fatta eccezione per un aumento nel 2027 dovuto all'introduzione di nuove misure di mitigazione del cambiamento climatico. Il tasso di crescita dei prezzi dei beni alimentari aumenterebbe fino alla metà del 2025, sospinto principalmente dalla ripresa della dinamica nella componente dei prodotti alimentari non trasformati, per poi scendere a una media del 2,2 per cento entro il 2027. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari dovrebbe diminuire agli inizi del 2025, in un contesto in cui si esaurirebbero gli effetti indiretti dei passati shock subiti dai prezzi dell'energia, si attenuerebbero le pressioni dal lato del costo del lavoro e gli effetti ritardati del passato inasprimento della politica monetaria continuerebbero a trasmettersi ai prezzi al consumo. Tale diminuzione sarebbe da ricondurre al calo dell'inflazione dei servizi, che finora è stata relativamente persistente. Complessivamente, ci si attende che l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari scenda dal 2,9 per cento nel 2024 all'1,9 nel 2027. La crescita salariale rimarrà inizialmente elevata, ma diminuirà gradualmente con l'attenuarsi delle pressioni legate alla compensazione dell'inflazione. La moderazione della crescita del costo del lavoro per dipendente, unitamente alla ripresa della crescita della produttività, dovrebbe determinare un rallentamento considerevole del costo del lavoro per unità di prodotto. Di conseguenza, ci si attende che le spinte interne sui prezzi si riducano, in un contesto in cui i margini di profitto in un primo momento attenuerebbero le pressioni ancora elevate dal lato del costo del lavoro, ma segnerebbero una ripresa nel resto del periodo in esame. Le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero rimanere nel complesso moderate. Rispetto all'esercizio svolto lo scorso settembre, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al ribasso per il 2024 e il 2025, principalmente a causa di dati inferiori al previsto e di ipotesi più contenute per i prezzi del petrolio e dell'elettricità.

Valutazione dei rischi

I rischi per la crescita economica restano orientati verso il basso. Il rischio di maggiori frizioni nel commercio internazionale potrebbe pesare sulla crescita dell'area dell'euro frenando le esportazioni e indebolendo l'economia mondiale.

Il calo di fiducia potrebbe impedire ai consumi e agli investimenti di recuperare al ritmo atteso. Ciò potrebbe essere amplificato dai rischi geopolitici, come la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina e il tragico conflitto in Medio Oriente, suscettibili di causare interruzioni nelle forniture energetiche e negli scambi internazionali. La crescita potrebbe inoltre risultare inferiore se gli effetti ritardati dell'inasprimento della politica monetaria durassero più a lungo di quanto atteso. Potrebbe invece risultare superiore se le migliori condizioni di finanziamento e il calo dell'inflazione consentissero un più rapido recupero dei consumi e degli investimenti interni.

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

Condizioni finanziarie e monetarie

Nell'area dell'euro i tassi di interesse di mercato sono diminuiti ulteriormente dalla riunione di ottobre del Consiglio direttivo, di riflesso alla percezione di un peggioramento delle prospettive economiche. Benché le condizioni di finanziamento rimangano restrittive, le riduzioni dei tassi di interesse stabilite dal Consiglio direttivo rendono gradualmente meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie.

A ottobre il tasso di interesse medio sui nuovi prestiti alle imprese si è collocato al 4,7 per cento, livello inferiore di oltre mezzo punto percentuale rispetto al picco toccato un anno prima. Il costo del debito emesso sul mercato è diminuito di oltre un punto percentuale dal livello massimo raggiunto. Il tasso medio sui nuovi mutui ipotecari, al 3,6 per cento in ottobre, si è ridotto di circa mezzo punto percentuale rispetto al suo valore più elevato, segnato nel 2023, benché si preveda ancora un aumento del tasso medio sulle consistenze in essere.

I prestiti bancari alle imprese hanno registrato un graduale incremento dai livelli contenuti segnati in precedenza e a ottobre sono cresciuti dell'1,2 per cento sull'anno precedente. I titoli di debito emessi dalle imprese sono aumentati del 3,1 per cento sul periodo corrispondente, rialzo simile a quello dei mesi precedenti. L'erogazione di mutui ha continuato a segnare un graduale incremento a ottobre, con un tasso di crescita sui dodici mesi pari allo 0,8 per cento.

In linea con la propria strategia di politica monetaria, il Consiglio direttivo ha condotto una valutazione approfondita dei nessi tra politica monetaria e stabilità finanziaria. Le banche dell'area dell'euro mantengono la loro capacità di tenuta e vi sono pochi segnali di tensione sui mercati finanziari. I rischi per la stabilità finanziaria rimangono tuttavia elevati. La politica macroprudenziale resta la prima linea di difesa contro l'accumularsi di vulnerabilità finanziarie, rafforzando la capacità di tenuta e preservando lo spazio macroprudenziale.

Decisioni di politica monetaria

I tassi di interesse sui depositi presso la banca centrale, sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono stati ridotti, rispettivamente, al 3,00, al 3,15 e al 3,40 per cento, con effetto dal 18 dicembre 2024.

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), nella seconda metà del 2024 l'Eurosistema ha cessato di reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza, riducendo il portafoglio, in media, di 7,5 miliardi di euro al mese. Il Consiglio direttivo ha terminato i reinvestimenti nel quadro di tale programma alla fine del 2024.

A dicembre 2024, con il rimborso dei restanti importi ricevuti dalle banche nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, si è conclusa questa fase del processo di normalizzazione del bilancio.

Conclusioni

Nella riunione del 12 dicembre 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. In particolare, la decisione di ridurre il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale, ossia il tasso con il quale il Consiglio direttivo orienta la politica monetaria, si è basata sulla valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sul suo obiettivo del 2 per cento a medio termine. Per definire l'orientamento di politica monetaria adeguato, seguirà un approccio guidato dai dati, secondo il quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione. In particolare, le decisioni sui tassi di interesse saranno basate sulla valutazione circa le prospettive di inflazione alla luce dei dati economici e finanziari più recenti, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica

monetaria. Il Consiglio direttivo non intende vincolarsi a un particolare percorso dei tassi.

In ogni caso, il Consiglio direttivo è pronto ad adeguare tutti gli strumenti di cui dispone nell'ambito del proprio mandato per assicurare che l'inflazione si stabilizzi durevolmente sull'obiettivo del 2 per cento a medio termine e per preservare l'ordinato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

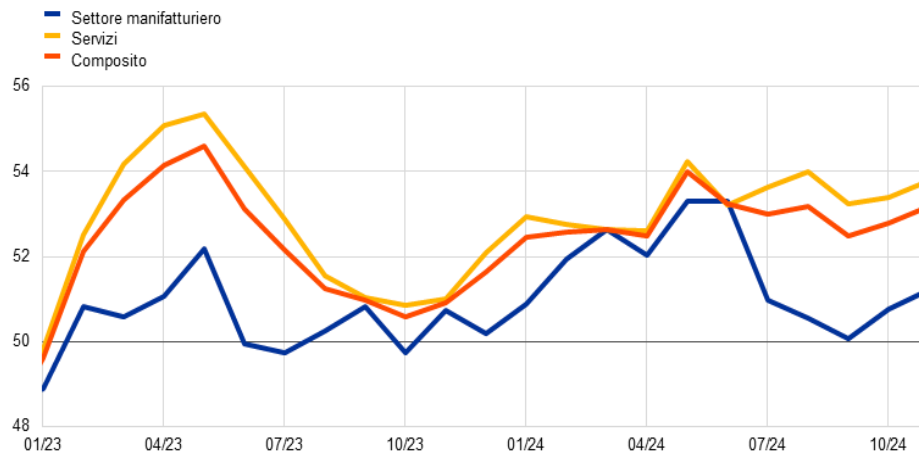
Nel periodo in esame (dal 17 ottobre all'11 dicembre 2024) la crescita economica mondiale è rimasta vigorosa, nonostante l'incidenza crescente di fattori avversi. I dati dei sondaggi hanno evidenziato miglioramenti generalizzati nei vari settori, tra cui quello dei servizi, che ha continuato a registrare risultati molto positivi. Il commercio mondiale è rimasto robusto, di riflesso, in qualche misura, all'anticipazione delle importazioni di beni a fronte dell'incertezza sulla futura politica commerciale degli Stati Uniti. Permane la tendenza a moderarsi dell'inflazione, ma hanno continuato a operare pressioni al rialzo sui prezzi dei servizi. Le prospettive per la crescita e l'inflazione a livello mondiale, riportate nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro a dicembre 2024, sono sostanzialmente invariate rispetto a quelle formulate a settembre 2024. Tuttavia, l'esito delle elezioni presidenziali statunitensi ha accresciuto significativamente l'incertezza nelle politiche commerciali internazionali. Gli indicatori relativi al commercio internazionale hanno subito una significativa revisione al rialzo per riflettere i dati più positivi del secondo e del terzo trimestre. Dopo la ripresa nel 2024, il commercio mondiale dovrebbe crescere maggiormente in linea con l'attività economica, sebbene vi siano elevati rischi al ribasso connessi a un aumento della frammentazione e del protezionismo in ambito commerciale. Si prevede che l'inflazione nelle principali economie avanzate ed emergenti diminuisca gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione.

L'attività economica mondiale è rimasta vigorosa, anche se l'incidenza di crescenti fattori avversi mette in luce la fragilità delle prospettive. A novembre 2024 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) è rimasto saldamente in territorio espansivo, collocandosi a 53,2 dal 52,8 di ottobre (cfr. il grafico 1). Mentre l'attività nel settore dei servizi ha continuato a rafforzarsi, anche quella manifatturiera è migliorata, portandosi a novembre a 51,2, superando ulteriormente la soglia di crescita nulla. L'aumento dell'indice PMI relativo al prodotto è stato trainato in particolare da Stati Uniti e Cina. Nel caso della Cina, ciò ha rispecchiato una forte espansione nel settore manifatturiero, mentre negli Stati Uniti l'attività nel settore dei servizi è migliorata in misura significativa. Dati recenti suggeriscono che la crescita mondiale è rimasta robusta nel quarto trimestre del 2024. Ciò trova riscontro nei dati economici più solidi negli Stati Uniti e in Cina, nonché nelle misure di sostegno pubblico recentemente annunciate in Cina e, in misura minore, nel Regno Unito. Le tensioni geopolitiche, la persistente debolezza del settore immobiliare cinese e le incertezze sulle politiche della prossima amministrazione statunitense suggeriscono altresì che le prospettive di crescita a livello mondiale rimangono fragili.

Grafico 1

Indice PMI mondiale relativo al prodotto

(indici di diffusione)



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

Note: "PMI" sta per Purchasing Managers' Index. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

Le prospettive per l'attività mondiale rimarrebbero robuste, ma dovrebbero registrare una lieve moderazione nell'orizzonte temporale di proiezione.

Le proiezioni indicano che il PIL mondiale in termini reali dovrebbe crescere del 3,4 per cento nel 2024 e del 3,5 nel 2025, per poi scendere al 3,3 nel 2026 e al 3,2 nel 2027. Proseguendo nell'orizzonte temporale di proiezione, il lieve calo della crescita mondiale è dovuto principalmente alle aspettative di una minore crescita in Cina, di riflesso ad andamenti demografici sfavorevoli, e a una lieve decelerazione negli Stati Uniti. Nel Regno Unito si ipotizza che l'allentamento fiscale stimoli solo temporaneamente la crescita del PIL in termini reali, poiché è probabile che i futuri aumenti delle imposte sui redditi d'impresa gravino sull'attività del settore privato. L'esito delle elezioni negli Stati Uniti ha generato notevole incertezza, in quanto in questa fase è difficile valutare le misure di politica monetaria della nuova amministrazione statunitense. Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema di dicembre incorporano una legislazione sull'immigrazione più rigorosa e politiche di bilancio più accomodanti (in particolare l'estensione degli sgravi fiscali sui redditi delle persone fisiche e delle imprese, introdotti nel 2017 e in scadenza nel 2025).

Dopo una crescita superiore alle attese nel terzo trimestre, è probabile che il ritmo del commercio mondiale rallenti nel breve periodo.

Nel terzo trimestre le importazioni mondiali hanno sorpreso al rialzo, sospinte da un forte aumento dell'interscambio statunitense. L'evidenza aneddotica suggerisce che le imprese statunitensi hanno anticipato le importazioni date le incertezze riguardo alle politiche commerciali future, e in previsione di azioni di sciopero nei porti della costa orientale degli Stati Uniti a ottobre. Mentre il commercio internazionale è intrinsecamente volatile, i dati più recenti segnalano, per il quarto trimestre, un indebolimento delle importazioni mondiali. L'allentamento riflette un ciclo manifatturiero ancora debole e una normalizzazione delle importazioni di beni dopo la vigorosa crescita dei trimestri precedenti. Ciò è accentuato dalla composizione meno favorevole della domanda mondiale, attualmente influenzata dal settore dei servizi a minore intensità di scambi e dai consumi del settore pubblico. In linea con la decelerazione dell'interscambio,

a novembre il PMI mondiale (esclusa l'area dell'euro) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è rimasto in territorio di contrazione, collocandosi a 49,4. Alla luce di ciò, anche i costi del trasporto marittimo stanno iniziando a normalizzarsi dopo i forti aumenti osservati nel secondo trimestre del 2024, che hanno rispecchiato l'aumento della domanda di tale trasporto, coerentemente con l'anticipazione delle importazioni.

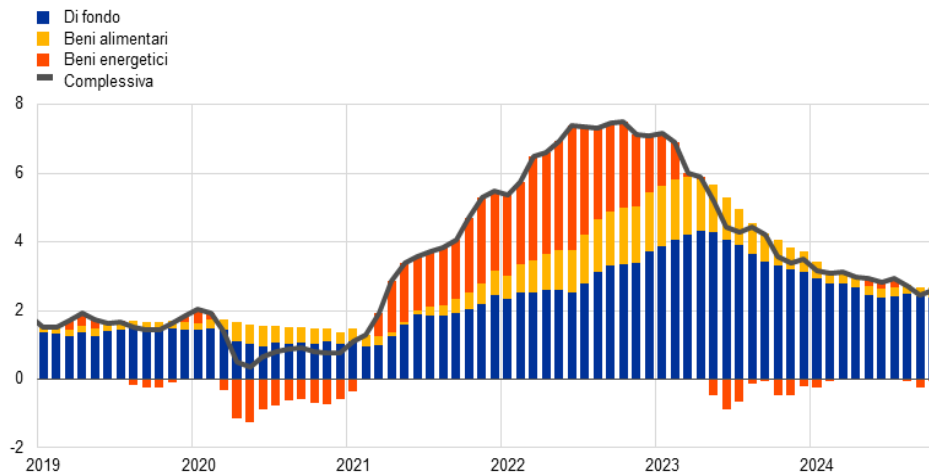
Ci si attende che il commercio mondiale abbia segnato una ripresa lo scorso anno e che cresca maggiormente in linea con l'attività economica mondiale nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione, nonostante i forti rischi al ribasso dovuti a un aumento del protezionismo e della frammentazione in ambito commerciale. La crescita del commercio mondiale per il 2024 è stata rivista al rialzo di 0,9 punti percentuali rispetto alle proiezioni di settembre 2024, principalmente per effetto di dati più positivi nel secondo e terzo trimestre. Il commercio mondiale dovrebbe aumentare del 3,6 per cento nel 2025, per poi scendere al 3,3 nel 2026 e al 3,2 nel 2027. Le prospettive restano, tuttavia, molto incerte. Un'ulteriore anticipazione, trainata dalle aspettative di restrizioni commerciali, potrebbe rafforzare gli scambi nel breve periodo. Nel medio termine il commercio potrebbe indebolirsi ulteriormente alla luce delle tensioni geopolitiche in atto e del significativo aumento del protezionismo e della frammentazione commerciali.

L'inflazione nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) continua a moderarsi, ma permangono pressioni di fondo sui prezzi. A ottobre l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è aumentata lievemente, portandosi al 2,6 per cento, dal 2,5 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Il lieve aumento dell'inflazione complessiva è dovuto all'inflazione dei beni energetici, meno negativa (-0,8 per cento a ottobre, rispetto al -2,5 di settembre), mentre l'inflazione dei beni alimentari e quella di fondo sono rimaste stabili. L'inflazione di fondo, che a ottobre rappresentava il 90 per cento di quella complessiva, a fronte di un contributo mediano del 64 per cento prima della pandemia di COVID-19, è determinata in particolare dall'elevata inflazione dei servizi nelle economie avanzate. Poiché l'inflazione dei servizi è a sua volta strettamente legata alla crescita salariale, che dovrebbe diminuire nel 2025 con il raffreddamento dei mercati del lavoro, ci si attende che l'inflazione complessiva si normalizzi ulteriormente tra le economie dell'OCSE.

Grafico 2

Inflazione misurata sull'IPC nell'area dell'OCSE

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'aggregato OCSE esclude la Turchia ed è calcolato utilizzando i pesi annuali dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) dell'OCSE. Le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2024.

Dalla riunione del Consiglio direttivo di ottobre, le quotazioni del greggio di qualità Brent sono diminuite del 2,9 per cento, mentre quelle del gas in Europa hanno subito rialzi del 17,7 per cento¹. I corsi petroliferi hanno evidenziato una significativa volatilità nel periodo in esame, principalmente a causa delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Dal lato della domanda, il forte consumo di carburante negli Stati Uniti ha accentuato le pressioni al rialzo sui prezzi, in quanto le scorte statunitensi di petrolio erano scese al livello più basso da novembre 2022. Ciò è stato tuttavia compensato dall'impatto negativo della minore domanda di petrolio in Cina, diminuita per il sesto mese consecutivo a settembre. Dalla riunione del Consiglio direttivo di ottobre i prezzi del gas in Europa sono aumentati del 17,7 per cento, trainati da fattori dal lato sia della domanda sia dell'offerta. Dal lato dell'offerta, l'aumento può essere in gran parte attribuito all'imminente scadenza dell'accordo sul transito del gas tra Ucraina e Russia alla fine del 2024. Inoltre, a seguito di un lodo arbitrale a favore della società austriaca OMV contro Gazprom, quest'ultima ha minacciato di interrompere le forniture di gas. Dal lato della domanda, la riduzione della produzione dei parchi eolici in Europa a novembre ha portato a una maggiore dipendenza dalla produzione di energia elettrica alimentata a gas. Ciò, insieme alle condizioni meteorologiche più rigide, ha determinato un significativo calo dei livelli di stoccaggio del gas in tutta Europa, contribuendo ulteriormente all'aumento dei prezzi. Nel contempo, i prezzi dei metalli sono scesi (-4,5 per cento) e il pacchetto di stimolo della Cina è risultato inferiore alle attese. I prezzi dei beni alimentari sono aumentati del 15,9 per cento, trainati da fattori dal lato dell'offerta.

Negli Stati Uniti l'attività economica rimane robusta. Nel terzo trimestre del 2024 il PIL in termini reali ha continuato a crescere a un ritmo costante dello 0,7 per cento sul trimestre precedente, sorretto dal vigore della domanda privata interna e dai

¹ I dati contenuti in questo numero del Bollettino sono aggiornati all'11 dicembre 2024.

consumi delle amministrazioni pubbliche. Per contro, è diminuito il contributo degli investimenti privati, mentre anche le scorte del settore privato e l'interscambio netto hanno fornito un contributo negativo alla crescita. Il mercato del lavoro statunitense ha continuato a rallentare: il tasso di disoccupazione è ulteriormente cresciuto di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 4,2 per cento a novembre, dal 3,7 registrato all'inizio del 2024. A ottobre la crescita salariale sui dodici mesi è salita al 4,0 per cento, dopo essere diminuita nel corso dell'anno, mantenendosi al di sopra dell'intervallo compreso tra il 3 e il 3,5 per cento che il Federal Reserve System ritiene coerente con il proprio obiettivo di inflazione. Anche l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è salita lievemente a ottobre, collocandosi al 2,6 per cento, dal 2,4 di settembre, mentre l'inflazione di fondo è rimasta al 3,3 per cento. Nella riunione di novembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di abbassare il tasso sui Federal Funds di 25 punti base, come ampiamente atteso².

In Cina lo slancio espansivo si è rafforzato, ma non ci si attende un forte stimolo da parte del nuovo pacchetto di misure di bilancio. A ottobre gli indicatori mensili si sono rivelati superiori alle attese, con significativi miglioramenti della crescita delle vendite al dettaglio e delle esportazioni. La ripresa delle vendite al dettaglio, protrattasi fino all'inizio di novembre, è stata trainata in larga misura dai sussidi all'importazione in atto, con un notevole incremento nelle categorie sovvenzionate dal governo cinese. Allo stesso tempo, il nuovo pacchetto di misure di bilancio annunciato l'8 novembre, pur rilevante, non dovrebbe stimolare la crescita in misura significativa. Volto ad affrontare il rischio per la stabilità finanziaria associato al debito delle amministrazioni locali, il pacchetto rappresenta principalmente una migrazione del debito verso obbligazioni con costi di servizio inferiori. Lasciando invariato il livello del debito complessivo, esso non produce uno stimolo di bilancio diretto. La spesa potenziale aggiuntiva associata a minori costi di finanziamento sarà probabilmente modesta, fornendo solo un sostegno molto limitato alla crescita. In Cina l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita ulteriormente a novembre, scendendo allo 0,2 per cento dallo 0,3 di settembre. A novembre l'inflazione alla produzione è rimasta negativa al -2,5 per cento, accentuando i timori di deflazione.

L'attività nel Regno Unito ha continuato a rallentare, mentre l'inflazione complessiva è aumentata a causa dei rincari dei beni energetici. Nel terzo trimestre del 2024 il PIL del Regno Unito è cresciuto solo in misura modesta, dello 0,1 per cento sul trimestre precedente. Il nuovo bilancio d'autunno del governo prevede un aumento della spesa pubblica pari al 2 per cento del PIL che, unitamente all'allentamento monetario in corso, dovrebbe sostenere gradualmente la dinamica di crescita nel 2025. A ottobre l'inflazione complessiva è aumentata significativamente, portandosi al 2,3 per cento dall'1,7 di settembre. Nella riunione di novembre la Bank of England ha abbassato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo al 4,75 per cento³.

² Nella riunione del 18 dicembre, che ha avuto luogo dopo il periodo in esame compreso tra il 17 ottobre e l'11 dicembre, il FOMC ha abbassato di altri 25 punti base il tasso obiettivo sui Federal Funds.

³ Nella riunione del 18 dicembre, che ha avuto luogo dopo il periodo in esame compreso tra il 17 ottobre e l'11 dicembre, la Bank of England ha deciso di mantenere invariato il tasso di riferimento ufficiale.

Nel terzo trimestre del 2024 l'economia è cresciuta dello 0,4 per cento, dopo aver segnato un'espansione dello 0,2 nel secondo trimestre, in un contesto caratterizzato dalla ripresa dei consumi e da un accumulo di scorte, mentre l'interscambio netto ha subito una contrazione. L'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento nel terzo trimestre, implicando una leggera ripresa della produttività. Nel terzo trimestre l'attività industriale, al netto dei prodotti di proprietà intellettuale irlandesi, ha continuato a diminuire nei vari settori, di riflesso all'indebolimento della domanda, alle perdite di competitività e all'aumento dell'incertezza. Per contro, il settore dei servizi si conferma in crescita, sospinto principalmente dai servizi non di mercato e da quelli connessi alle attività economiche. Gli indicatori basati sulle indagini segnalano un indebolimento dell'attività economica al volgere dell'anno. Nel quarto trimestre gli indici dei responsabili degli acquisti (purchasing managers' indices, PMI), sia del settore manifatturiero sia di quello dei servizi, sono stati inferiori ai rispettivi livelli osservati nel terzo trimestre, mentre gli ordinativi e le aspettative delle imprese sono diminuiti, segnalando un ulteriore indebolimento all'inizio del 2025. Per quanto riguarda la domanda interna, è probabile che nel quarto trimestre i consumi privati rallentino, dopo la forte ripresa osservata nel terzo trimestre, considerato che il clima di fiducia si mantiene su livelli bassi. Inoltre, gli indicatori relativi all'edilizia residenziale, agli investimenti delle imprese e alle esportazioni suggeriscono il protrarsi della fase di debolezza nel breve periodo. In prospettiva, la ripresa prevista dei redditi reali, sospinta dall'aumento dei salari e dal vigore del mercato del lavoro, dovrebbe consentire alle famiglie di effettuare maggiori consumi. La domanda estera dovrebbe altresì rafforzarsi e sostenere le esportazioni dell'area dell'euro.

Tali prospettive si riflettono sostanzialmente nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2024, che indicano una crescita su base annua del PIL in termini reali, rispettivamente, dello 0,7 per cento nel 2024, dell'1,1 nel 2025 e dell'1,4 nel 2026 e una successiva flessione all'1,3 per cento nel 2027⁴.

Secondo la stima più recente dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2024 il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente, a fronte di un'espansione pari allo 0,2 nel secondo trimestre (cfr. il grafico 3).

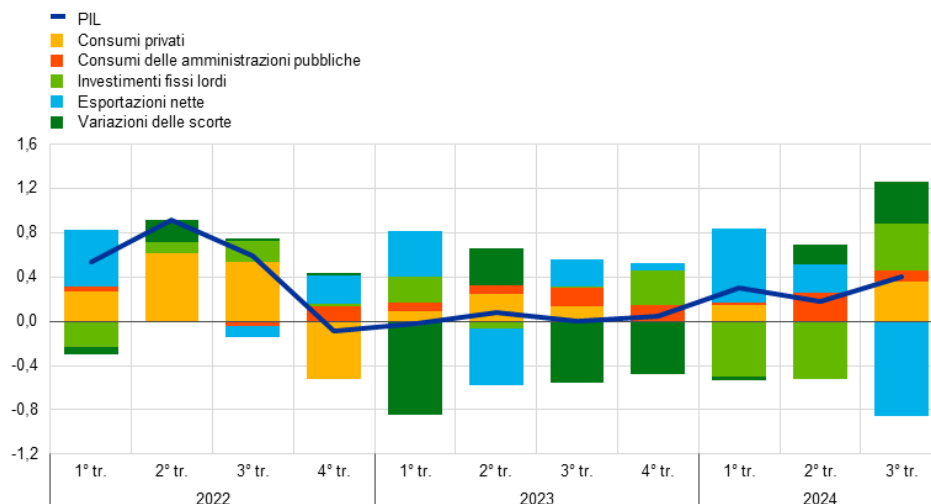
Nel terzo trimestre la domanda interna e le variazioni delle scorte hanno fornito un contributo positivo alla crescita, mentre l'interscambio netto ha subito una contrazione. Nonostante il dato positivo osservato nel terzo trimestre, al netto di un incremento considerevole e senza precedenti degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni in Irlanda, si stima che la crescita degli investimenti totali sia stata negativa.

⁴ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 dicembre 2024.

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 terzo trimestre del 2024.

I dati desunti dalle indagini segnalano un indebolimento nel quarto trimestre del 2024.

A ottobre e novembre il PMI relativo al prodotto è sceso in media a 49,2 (da 50,3 del terzo trimestre), sulla scia del calo osservato sia nel settore dei servizi sia in quello manifatturiero. In quest'ultimo comparto, nel quarto trimestre il PMI ha continuato a contrarsi, confermandosi attualmente in territorio di contrazione da 20 mesi consecutivi (cfr. il grafico 4). Anche il PMI relativo ai nuovi ordinativi è rimasto al di sotto di 50, segnalando prospettive deboli per il settore dell'industria nel medio periodo. Nel settore dei servizi a novembre il PMI è sceso al di sotto di 50 per la prima volta da gennaio 2024, nonostante la media di ottobre e novembre sia rimasta in territorio di crescita modesta, a 50,5. Gli indicatori della Commissione europea relativi al clima di fiducia delle imprese mostrano un quadro analogo. Dopo il calo osservato a ottobre, l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) è rimasto sostanzialmente stabile a novembre, suggerendo il persistere di condizioni sfavorevoli che ostacolano la ripresa. I risultati dell'indagine della Commissione sui fattori che limitano la produzione relativa al quarto trimestre mostrano che il comparto manifatturiero, rispetto alle medie storiche, risente ancora di una domanda insufficiente e della carenza di manodopera, mentre nel settore dei servizi la domanda non è considerata un fattore limitante.

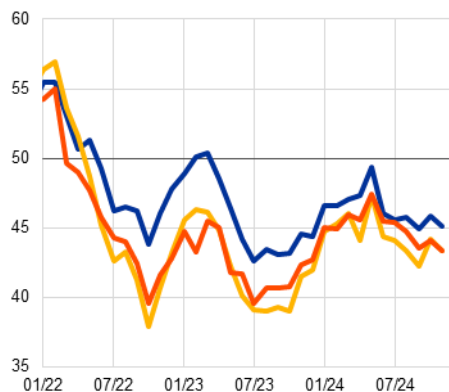
Grafico 4

Indicatori PMI in diversi settori dell'economia

a) Settore manifatturiero

(indici di diffusione)

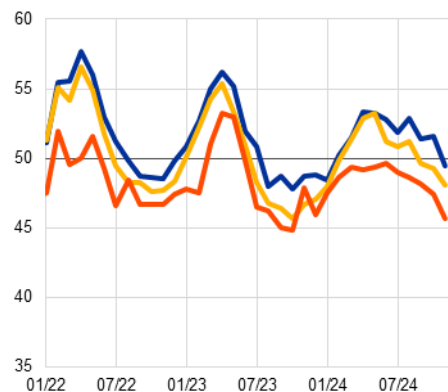
— Prodotto
— Nuovi ordinativi
— Nuovi ordinativi dall'estero



b) Settore dei servizi

(indici di diffusione)

— Attività
— Nuovi volumi di attività
— Nuovi ordinativi dall'estero



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024.

Nel terzo trimestre del 2024 l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento.

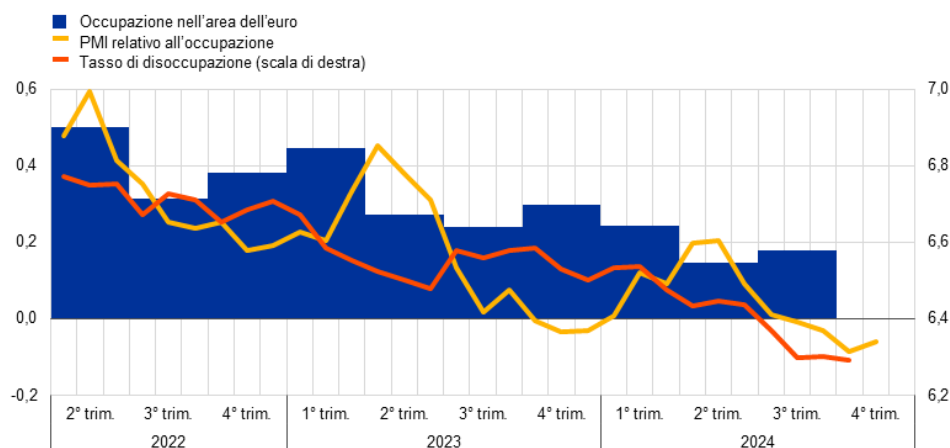
Il tasso osservato è sostanzialmente identico a quello registrato nella prima metà dell'anno (cfr. il grafico 5). Nel terzo trimestre la crescita dell'occupazione è stata maggiormente in linea con quella del PIL, consentendo una leggera ripresa della produttività, che è aumentata dello 0,2 per cento⁵. Il totale delle ore lavorate è rimasto invariato nel terzo trimestre, determinando un calo dello 0,1 per cento della media delle ore lavorate. A ottobre il tasso di disoccupazione si è collocato al 6,3 per cento, invariato da settembre, confermandosi sul livello più basso dall'introduzione dell'euro. La domanda di lavoro ha registrato un lieve calo rispetto ai livelli elevati osservati dopo la pandemia, con una flessione del tasso di posti vacanti al 2,5 per cento nel terzo trimestre, valore inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto al trimestre precedente e più prossimo al massimo segnato prima dell'emergenza sanitaria.

⁵ Per una panoramica sul mercato del lavoro dell'area dell'euro negli ultimi due anni, cfr. l'articolo 2 *Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024* in questo numero del Bollettino.

Grafico 5

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

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



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

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

Gli indicatori di breve periodo del mercato del lavoro suggeriscono che l'occupazione sia rimasta stabile nel quarto trimestre del 2024.

A novembre il PMI composito mensile relativo all'occupazione è lievemente salito a 49,4, da 49,2 di ottobre, suggerendo che nel quarto trimestre l'occupazione sia rimasta probabilmente pressoché invariata. A novembre l'indice PMI per il settore dei servizi è aumentato a 51,0, da 50,3 di ottobre, mentre i PMI relativi al settore manifatturiero e a quello delle costruzioni sono rimasti in territorio di contrazione.

Nel terzo trimestre i consumi privati sono aumentati considerevolmente, ma ci si attende una moderazione al volgere dell'anno.

Dopo la debole crescita media osservata nei trimestri precedenti, nel terzo i consumi privati nell'area dell'euro sono aumentati dello 0,7 per cento sul periodo precedente (cfr. il grafico 6), probabilmente sospinti, seppure in misura contenuta, da fattori temporanei, come i giochi olimpici e paralimpici di Parigi 2024. Nel terzo trimestre i consumi di beni hanno segnato una ripresa e sono aumentati sostanzialmente in linea con quelli relativi ai servizi, come suggerisce anche l'incremento pari all'1 per cento delle vendite al dettaglio sul periodo precedente, a fronte di un aumento più modesto della produzione nel comparto dei servizi, pari allo 0,2 per cento. Tuttavia, i dati più recenti suggeriscono una probabile moderazione della spesa delle famiglie nel quarto trimestre, considerato il calo delle vendite al dettaglio registrato a ottobre. A novembre anche l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è tornato sul livello osservato a settembre. Tuttavia, gli indicatori più prospettici segnalano una ripresa nei prossimi trimestri, come si evince dalle ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema⁶. Gli indicatori

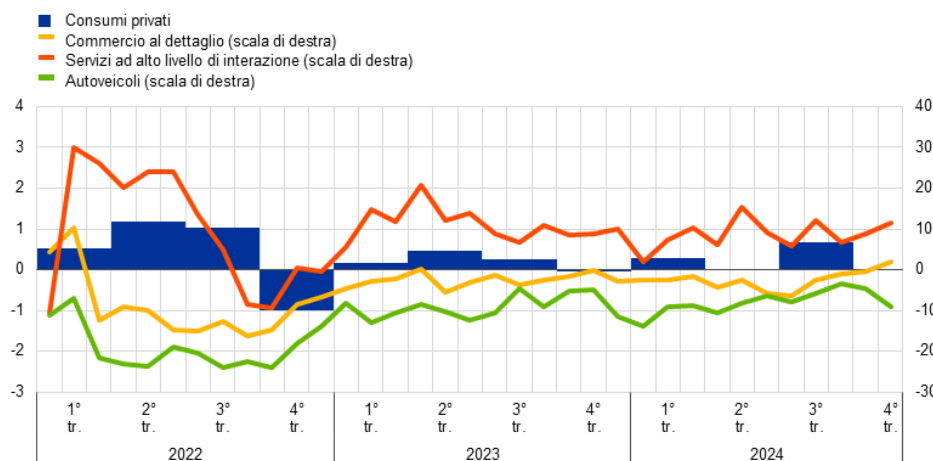
⁶ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 dicembre 2024.

elaborati dalla Commissione europea relativi alle aspettative espresse dalle imprese sulla domanda di servizi ad alto livello di interazione hanno continuato a migliorare a novembre, mentre l'ultima indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE ha altresì mostrato che gli acquisti attesi per i servizi turistici rimangono su livelli elevati, nonostante il lieve indebolimento osservato di recente. Le aspettative dei consumatori circa gli acquisti di importo rilevante nei successivi dodici mesi sono ulteriormente migliorate a novembre, superando i livelli antecedenti l'emergenza sanitaria e indicando un incremento della domanda di beni da parte dei consumatori. L'aumento del potere di acquisto e la costante crescita dei redditi da lavoro in termini reali dovrebbero sostenere i consumi nei prossimi trimestri. Allo stesso tempo, l'incertezza rimane elevata e le famiglie potrebbero continuare a nutrire preoccupazioni in merito alle questioni geopolitiche di più lungo periodo, che potrebbero avere un impatto negativo sulle relative decisioni di spesa (cfr. il riquadro 3).

Grafico 6

Consumi privati e aspettative delle imprese relative a commercio al dettaglio, servizi ad alto livello di interazione e autoveicoli

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali netti)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Note: le aspettative delle imprese relative al commercio al dettaglio (esclusi gli autoveicoli), alla domanda attesa di servizi ad alto livello di interazione e alle aspettative di vendita di autoveicoli per i tre mesi successivi si riferiscono ai saldi percentuali netti; la voce "Servizi ad alto livello di interazione" indica i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per i consumi privati e a novembre 2024 per le aspettative delle imprese sul commercio al dettaglio, sui servizi ad alto livello di interazione e sugli autoveicoli.

Nel terzo trimestre del 2024 gli investimenti delle imprese si sono notevolmente ridotti ed è probabile che restino contenuti nel breve periodo.

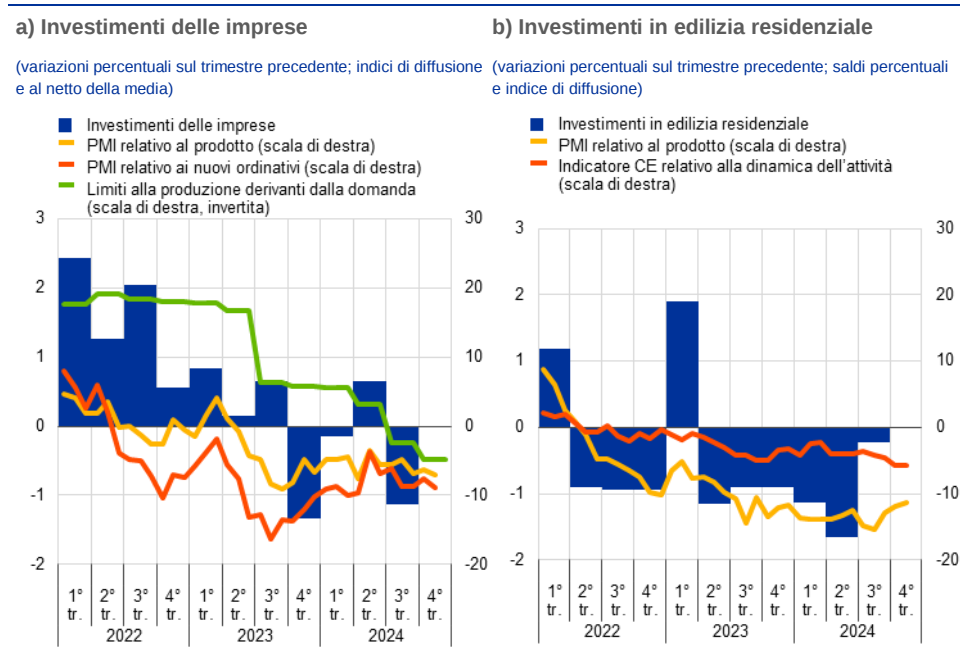
Dopo la crescita modesta osservata nella prima metà dell'anno, nel terzo trimestre gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, al netto degli investimenti in attività immateriali irlandesi, sono diminuiti dell'1,1 per cento sul periodo precedente.

Nel quarto trimestre la crescita degli investimenti dovrebbe essere ulteriormente diminuita, come suggeriscono gli indicatori PMI relativi al prodotto e agli ordinativi e le indagini della Commissione europea sul clima di fiducia per il settore dei beni di investimento fino a novembre (cfr. il pannello a) del grafico 7). L'ultima indagine condotta dalla Commissione sui fattori che limitano la produzione nel settore dei beni

di investimento ha evidenziato una domanda debole e una scarsa necessità di ulteriori investimenti in attrezzature nel quarto trimestre. L'elevata incertezza relativa alle questioni geopolitiche, ai dazi commerciali e alla politica economica sta ulteriormente frenando gli investimenti (cfr. il riquadro 3). In tale contesto, il numero dei fallimenti ha continuato ad aumentare, collocandosi nel terzo trimestre del 2024 a livelli superiori di circa il 23 per cento rispetto a quelli del 2019. In prospettiva, gli investimenti dovrebbero gradualmente aumentare con il venir meno delle condizioni di finanziamento restrittive, il miglioramento della domanda e l'attuazione di piani di investimento verdi e digitali.

Grafico 7

Dinamiche degli investimenti in termini reali e dati delle indagini



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre le barre si riferiscono ai dati trimestrali (ad eccezione dei dati desunti dalle indagini relativi ai fattori che limitano la produzione, anch'essi trimestrali). Il PMI è espresso in termini di deviazione da 50.

Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi. Gli indicatori di breve periodo si riferiscono al settore dei beni di investimento. La voce "Limiti alla produzione derivanti dalla domanda" è espressa come la media del periodo compreso tra il primo trimestre del 1991 e il quarto trimestre del 2019 e successivamente invertita. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per gli investimenti delle imprese e a novembre 2024 per tutte le altre voci. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla media ponderata della valutazione dell'andamento dell'attività nei settori delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione, in confronto ai tre mesi precedenti, riscalata per avere la stessa deviazione standard del PMI. La linea del PMI relativo al prodotto si riferisce all'attività nel settore dell'edilizia residenziale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per gli investimenti in edilizia residenziale e a novembre 2024 per il PMI relativo al prodotto e l'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività.

Nel terzo trimestre del 2024 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale sono lievemente diminuiti e dovrebbero continuare a ridursi nel breve periodo.

Nel terzo trimestre dello scorso anno gli investimenti in edilizia residenziale dell'area dell'euro si sono ridotti dello 0,2 per cento, mentre la produzione nel settore delle costruzioni e dei lavori specializzati di costruzione è diminuita dello 0,6 per cento. Gli indicatori sull'attività desunti dalle indagini segnalano un ulteriore calo nel quarto trimestre del 2024, in quanto sia il PMI per la produzione nell'edilizia residenziale sia l'indicatore della Commissione europea per le costruzioni e i lavori specializzati di costruzione relativi agli ultimi tre mesi sono rimasti in territorio negativo fino a novembre (cfr. il pannello b) del grafico 7). Tuttavia, gli investimenti in edilizia

residenziale dovrebbero stabilizzarsi nel corso del 2025. Secondo l'indagine della Commissione europea, nel quarto trimestre del 2024 le intenzioni delle famiglie riguardo all'acquisto o alla costruzione di un'abitazione nel breve periodo sono ulteriormente migliorate. Analogamente, l'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE mostra che la percentuale di famiglie che ritiene che gli immobili residenziali siano un buon investimento è, nel complesso, aumentata significativamente nel 2024, nonostante una lieve flessione a ottobre. Il miglioramento del clima di fiducia è sostenuto dal calo dei tassi sui mutui ipotecari e si riflette in una graduale ripresa dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, come emerge anche dall'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro.

Nel terzo trimestre del 2024 la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro ha continuato a rallentare. Nel terzo trimestre la crescita delle esportazioni totali dell'area è scesa dell'1,5 per cento sul periodo precedente. Tale rallentamento conferma il perdurare delle sfide in termini di competitività che gli esportatori dell'area dell'euro stanno affrontando, nonostante la ripresa della domanda internazionale. In prospettiva, le indagini suggeriscono che la dinamica delle esportazioni si confermerà modesta nel breve periodo. A novembre gli indici PMI più recenti relativi agli ordinativi dall'estero sono rimasti ben al di sotto della soglia di crescita nulla per il settore manifatturiero e segnalano un crescente indebolimento del settore dei servizi. Allo stesso tempo, nel terzo trimestre la crescita delle importazioni ha segnato un moderato aumento, pari allo 0,2 per cento, rispetto al trimestre precedente, sulla scia di un modesto incremento dei consumi privati. Nel complesso, nel terzo trimestre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo al PIL pari a 0,9 punti percentuali.

In prospettiva, l'economia dell'area dell'euro dovrebbe continuare a segnare una ripresa graduale nell'orizzonte temporale di proiezione, seppure in un contesto caratterizzato da una notevole incertezza. Dopo un aumento stimato del PIL nel 2024 pari allo 0,7 per cento, la crescita dell'attività economica dovrebbe rafforzarsi nel corso dei prossimi tre anni. In particolare, l'incremento dei salari reali e dell'occupazione, in un contesto di mercati del lavoro robusti, seppure in fase di indebolimento, dovrebbe sostenere una ripresa stabile dei consumi. La domanda interna sarebbe altresì sorretta dall'allentamento delle condizioni di finanziamento, in linea con le aspettative di mercato circa il profilo futuro dei tassi di interesse.

Ci si attende ora una ripresa economica più lenta di quanto previsto nelle proiezioni di settembre 2024. Nonostante la ripresa della crescita osservata nel terzo trimestre dello scorso anno, gli indicatori basati sulle indagini segnalano un rallentamento nell'attuale trimestre. Secondo le proiezioni di dicembre 2024, l'economia dovrebbe crescere dello 0,7 per cento nel 2024, dell'1,1 nel 2025, dell'1,4 nel 2026 e dell'1,3 nel 2027. La ripresa prevista è riconducibile principalmente all'incremento dei redditi reali, grazie al quale le famiglie dovrebbero poter effettuare maggiori consumi, e all'aumento degli investimenti delle imprese. Col passare del tempo, il graduale venir meno degli effetti della politica monetaria restrittiva dovrebbe sostenere una ripresa della domanda interna.

L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è salita al 2,3 per cento a novembre 2024, dal 2,0 di ottobre, principalmente per effetto di un aumento dell'inflazione della componente energetica⁷. Al tempo stesso, in generale, l'andamento dell'inflazione di fondo è in linea con un ritorno durevole all'obiettivo del 2 per cento a medio termine per l'inflazione complessiva. La misura dell'inflazione interna è diminuita a ottobre ma rimane elevata, di riflesso alla forte dinamica salariale e al fatto che i prezzi di alcune voci si stiano ancora adeguando, con un notevole ritardo, alla passata impennata dell'inflazione. Il tasso di crescita del costo del lavoro sta complessivamente rallentando, mentre la crescita dei profitti per unità di prodotto continua ad attenuare, in parte, l'impatto delle pressioni ancora elevate dal lato del costo del lavoro e a sostenere pertanto la disinflazione in atto. La maggior parte delle misure relative alle aspettative di inflazione a più lungo termine è rimasta sostanzialmente stabile intorno al 2 per cento, e le misure ricavate dai mercati sono diminuite, avvicinandosi a tale livello durante il periodo in esame. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro elaborate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema prevedono che l'inflazione complessiva si collochi in media al 2,4 per cento nel 2024, al 2,1 nel 2025, all'1,9 nel 2026 e al 2,1 nel 2027, anno dell'entrata in vigore del sistema ampliato di scambio di quote di emissione dell'UE⁸.

A novembre 2024 l'inflazione complessiva misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro è aumentata ulteriormente al 2,3 per cento, dal 2,0 di ottobre (cfr. il grafico 8). Ciò è riconducibile soprattutto all'aumento atteso dell'inflazione dei beni energetici, salita al -1,9 per cento a novembre dal -4,6 di ottobre, principalmente a causa di un effetto base al rialzo. L'inflazione dei beni alimentari è lievemente diminuita al 2,8 per cento a novembre, dal 2,9 di ottobre, di riflesso a un più basso tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari non trasformati, mentre il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è lievemente aumentato. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) è rimasta al 2,7 per cento a novembre, invariata rispetto a ottobre e settembre. Ciò è dovuto a una lieve diminuzione dell'inflazione dei servizi (3,9 per cento a novembre, in calo rispetto al 4,0 per cento di ottobre) compensata da un aumento dell'inflazione dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) (0,7 per cento a novembre, in aumento rispetto allo 0,5 per cento di ottobre). Il tasso di inflazione sui dodici mesi dei beni industriali non energetici è rimasto prossimo alla sua media di lungo periodo, pari allo 0,6 per cento prima della pandemia di COVID-19, mentre la dinamica più persistente dell'inflazione dei servizi riflette l'impatto di pressioni salariali ancora elevate in alcune delle sue voci e gli effetti del ritardo nella revisione dei prezzi in altre.

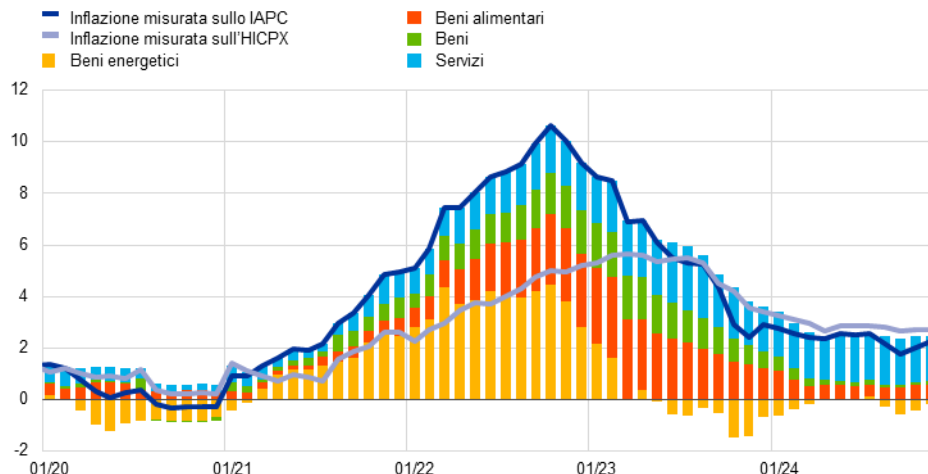
⁷ I dati contenuti in questo numero del Bollettino economico sono aggiornati all'11 dicembre 2024. Tale stima preliminare dell'Eurostat è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali, al 2,2 per cento, dopo la pubblicazione, il 18 dicembre 2024, dei dati di novembre sull'inflazione misurata sullo IAPC.

⁸ Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024*, pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 dicembre 2024.

Grafico 8

Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la voce "Beni" indica l'inflazione dei beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024 (stima preliminare).

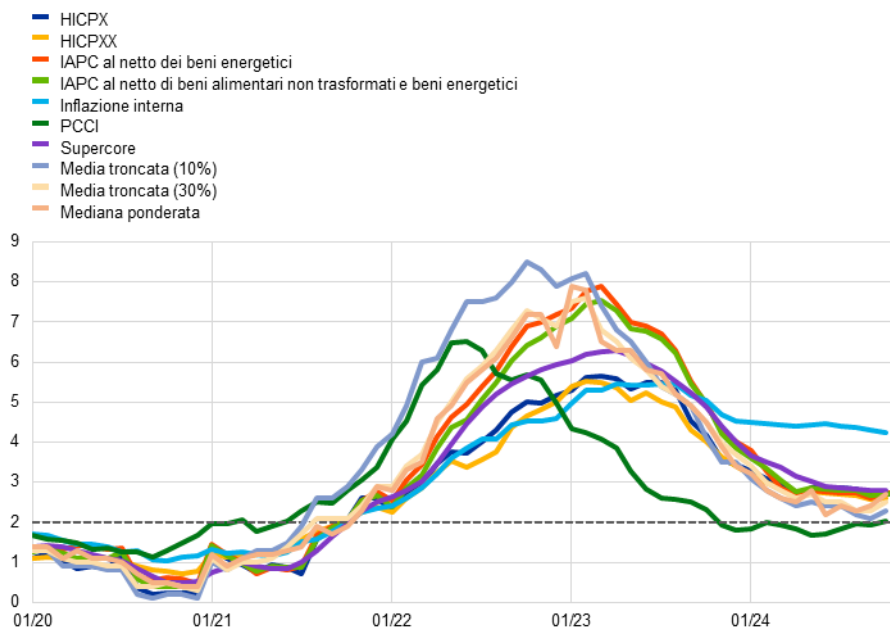
La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo indica che essa si stabilizzerà, in modo continuativo, intorno all'obiettivo del 2 per cento a medio termine e l'intervallo di valori di tali misure si è ridotto (cfr. il grafico 9). A ottobre 2024 (ultimo mese per il quale sono disponibili i dati) la maggior parte dei valori variava tra il 2,0 per cento e il 2,8 per cento⁹. La componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI), che tende a dimostrare la migliore capacità previsiva dell'inflazione complessiva futura, si è collocata al livello più basso di tale intervallo, mentre l'indicatore Supercore, che comprende le voci dello IAPC sensibili al ciclo economico, è rimasto invariato al 2,8 per cento. Anche l'inflazione misurata sull'HICPX al netto delle voci legate a viaggi, abbigliamento e calzature (HICPXX) è rimasta invariata al 2,6 per cento, mentre le medie troncate del 10 e del 30 per cento, che rimuovono rispettivamente il 5 e il 15 per cento dei tassi di variazione sui dodici mesi da ciascuna coda della distribuzione delle voci dello IAPC, sono lievemente aumentate. Pur rimanendo su un livello persistentemente elevato, la misura dell'inflazione interna è scesa ancora lievemente, al 4,2 per cento, dal 4,3 e 4,4 per cento rispettivamente di settembre e agosto. Ciò riflette il forte peso di voci come le assicurazioni e i canoni di locazione, per le quali le reazioni alle pressioni inflazionistiche generali e l'attenuazione dell'inasprimento della politica monetaria si propagano più lentamente.

⁹ Per maggiori informazioni cfr. Lane, P.R., "[Underlying inflation: an update](#)", intervento pronunciato il 24 ottobre durante la conferenza *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024*, organizzata dalla Federal Reserve Bank of Cleveland e dalla BCE, Cleveland, 2024.

Grafico 9

Misure dell'inflazione di fondo

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea tratteggiata grigia rappresenta l'obiettivo di inflazione della BCE del 2 per cento a medio termine. Le ultime osservazioni si riferiscono a novembre 2024 (stima preliminare) per l'HICPX, lo IAPC al netto dei beni energetici e lo IAPC al netto dei beni alimentari non trasformati e dei beni energetici, e a ottobre 2024 per tutte le altre misure.

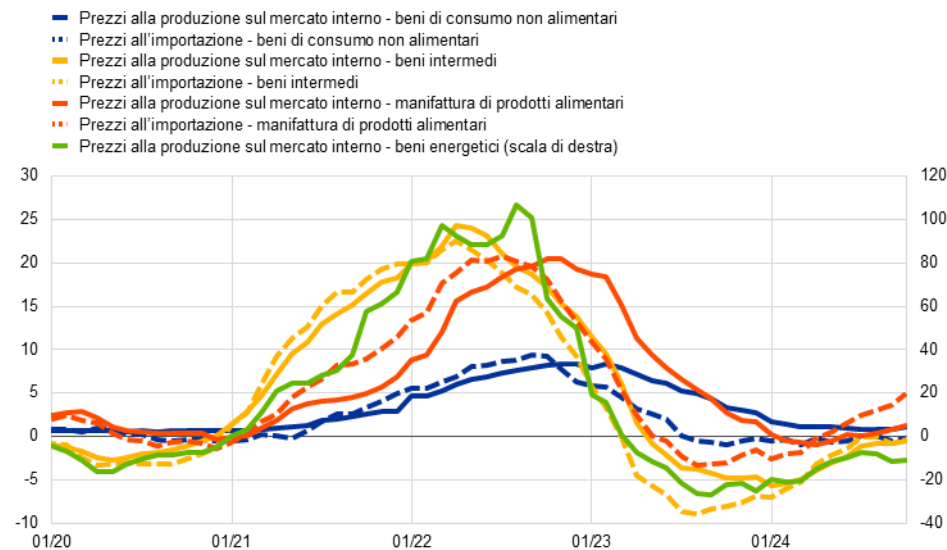
Le pressioni inflazionistiche sono aumentate a ottobre, pur rimanendo moderate in tutti i settori industriali (cfr. il grafico 10).

Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi l'inflazione alla produzione dei beni energetici, negativa da aprile 2023, è salita al -11,2 per cento a ottobre 2024, dal -11,5 di settembre. Anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni intermedi venduti sul mercato interno è rimasto negativo, seppure in misura minore rispetto al mese precedente (-0,5 per cento a ottobre, dal -0,8 di settembre). Analogamente, il corrispondente tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi all'importazione dei beni intermedi si è collocato al -0,4 per cento a ottobre, dal -0,8 per cento di settembre. Agli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione sul mercato interno dei beni di consumo non alimentari è salita all'1,1 per cento a ottobre, dallo 0,9 di settembre. Sono aumentate anche l'inflazione alla produzione sul mercato interno per il settore manifatturiero dei prodotti alimentari, salita all'1,3 per cento a ottobre dallo 0,9 di settembre, e l'inflazione all'importazione per tale settore manifatturiero, giunta al 4,9 per cento a ottobre, probabilmente a causa dei recenti tassi di crescita a due cifre delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari. Nel complesso, le pressioni inflazionistiche sono aumentate in tutti i settori industriali, sebbene da livelli ancora moderati, indicando la fine dell'allentamento di quelle accumulate a seguito di precedenti shock dal lato dei costi.

Grafico 10

Misure delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a ottobre 2024.

Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono ulteriormente diminuite nel terzo trimestre del 2024, pur mantenendosi a un livello elevato (cfr. il grafico 11). Il tasso di crescita sui dodici mesi del deflatore del PIL è sceso al 2,7 per cento nel terzo trimestre del 2024, dal 2,9 per cento del trimestre precedente. Tale calo ha rispecchiato un minore contributo del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo delle imposte nette per unità di prodotto è rimasto invariato e quello dei profitti per unità di prodotto è lievemente aumentato. Nonostante l'aumento, la crescita dei profitti per unità di prodotto è rimasta in territorio negativo, a segnalare il fatto che essa continua ad attenuare le pressioni ancora elevate sul costo del lavoro. Il ridotto contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è stato determinato da un calo della crescita salariale, misurata in termini di costo del lavoro per dipendente, che è scesa dal 4,7 per cento del secondo trimestre del 2024 al 4,4 nel terzo trimestre. Un calo analogo è stato registrato per la crescita del costo del lavoro per ora lavorata. Per contro, nel terzo trimestre del 2024 la crescita delle retribuzioni contrattuali è salita al 5,4 per cento dal 3,5 del secondo trimestre; tuttavia, i dati relativi agli ultimi accordi salariali, ricavati dagli indici prospettici delle retribuzioni elaborati dalla BCE, indicano una crescita più debole nel quarto trimestre del 2024¹⁰. Nel complesso le più recenti dinamiche salariali indicano che la compensazione per l'elevata inflazione passata e la corrispondente ripresa dei salari reali svolgono un ruolo più contenuto. Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, la crescita del costo del lavoro per dipendente dovrebbe collocarsi al 4,6 per cento in media per il 2024 e continuare a diminuire fino al 2,8 per cento nel 2027. Ci si attende tuttavia che rimanga al di sopra dei livelli

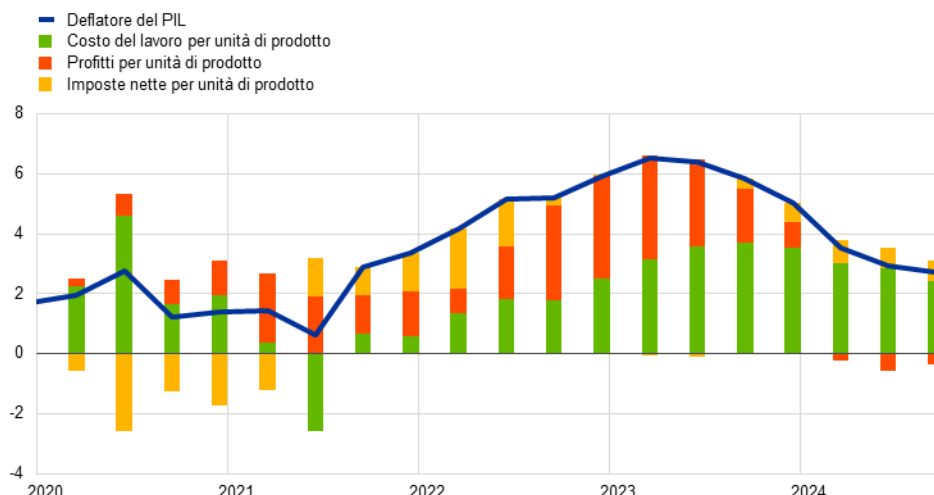
¹⁰ Cfr. Górnicka, L. e Koester, G. (a cura di), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, Francoforte sul Meno, febbraio 2024.

storici a causa delle condizioni ancora tese nei mercati del lavoro e delle restanti misure di compensazione per l'inflazione.

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 terzo trimestre del 2024. Il costo del lavoro per dipendente apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

La maggior parte delle misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si colloca intorno al 2 per cento e quelle di compensazione dell'inflazione a medio-lungo termine ricavate dai mercati sono diminuite significativamente a partire dalla riunione del Consiglio direttivo del 17 ottobre 2024 (cfr. il grafico 12). Sia nell'indagine presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF), condotta dalla BCE per il quarto trimestre del 2024, sia nell'edizione di dicembre 2024 dell'indagine condotta dalla BCE presso gli analisti monetari (Survey of Monetary Analysts), la media e la mediana delle aspettative di inflazione a più lungo termine si sono mantenute sul 2 per cento. Anche le aspettative a più breve termine, basate sulle indagini, per il 2025 si sono collocate intorno al 2 per cento, ma hanno evidenziato movimenti contenuti che dipendono dall'incorporazione dei dati più recenti e dalle variazioni dei prezzi delle materie prime energetiche. Si è registrato un aumento delle misure di compensazione dell'inflazione a breve termine ricavate dai mercati, in termini di inflation fixing swap (basate sullo IAPC al netto dei tabacchi). Ciò suggerisce che gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione si collochi leggermente al di sopra del 2 per cento al volgere dell'anno, per poi raggiungere circa il 2 per cento nel 2025 e calare leggermente al di sotto di tale soglia nel 2026. Nel periodo in esame il tasso swap a termine a un anno indicizzato all'inflazione su un orizzonte annuale è rimasto sostanzialmente invariato all'1,7 per cento circa. Su un orizzonte di medio e lungo periodo, le misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati sono diminuite lievemente a circa il 2 per cento. In particolare, nel periodo in esame il tasso swap a termine a cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale è diminuito di 5 punti base, principalmente per effetto di premi per il rischio di inflazione più contenuti. Le stime delle aspettative di inflazione effettive

basate su modelli, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano inoltre che gli operatori di mercato continuano ad attendersi che l'inflazione si collochi intorno al 2 per cento nel più lungo periodo. Dal lato dei consumatori, le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente stabili. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a ottobre 2024, le aspettative mediane per l'inflazione complessiva nei prossimi dodici mesi sono lievemente aumentate al 2,5 per cento, dal 2,4 di settembre, mentre quelle su un orizzonte di tre anni sono rimaste invariate al 2,1 per cento. L'inflazione percepita nei dodici mesi precedenti è scesa ulteriormente al 3,2 per cento a ottobre e pertanto è diminuita di oltre 5 punti percentuali rispetto al picco dell'8,4 per cento raggiunto a settembre 2023.

Grafico 12

Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati e aspettative di inflazione dei consumatori

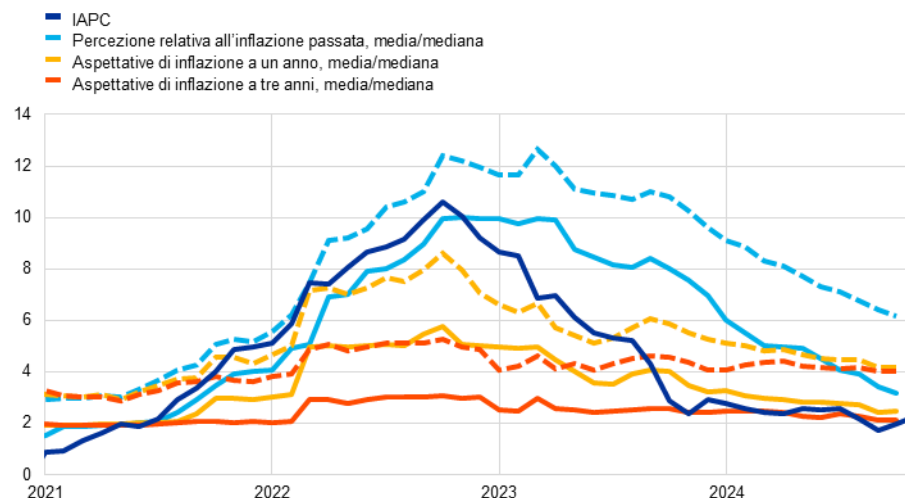
a) Misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: LSEG, Eurostat, CES ed elaborazioni della BCE.

Note: il pannello a) mostra i tassi swap a termine indicizzati all'inflazione su diversi orizzonti per l'area dell'euro. La linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Nel pannello b) le linee tratteggiate indicano il tasso medio e le linee continue quello mediano. Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 dicembre 2024 per i tassi a termine, a novembre 2024 (stima preliminare) per lo IAPC e a ottobre 2024 per tutte le altre misure.

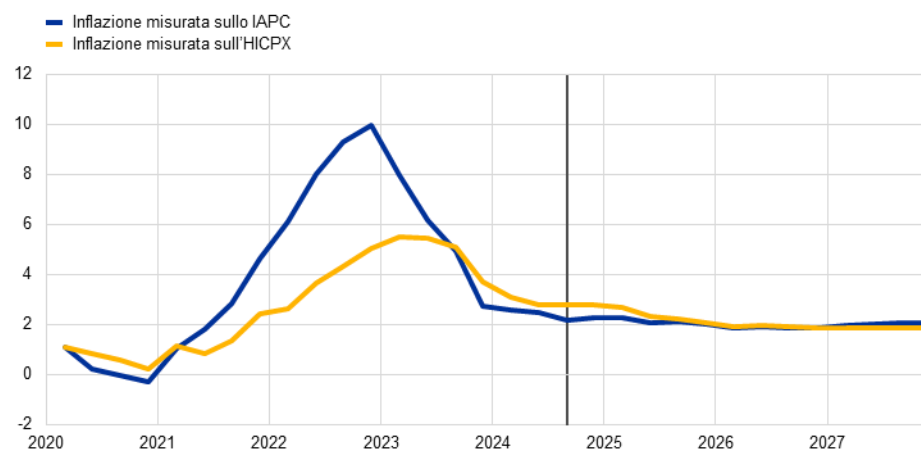
Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva si collocherà, in media, al 2,4 per cento nel 2024, per poi scendere ulteriormente al 2,1 nel 2025 e all'1,9 nel 2026, prima di risalire al 2,1 per cento nel 2027 quando diverrà operativo il sistema ampliato dell'UE per lo scambio di quote di emissione (cfr. il grafico 13). L'inflazione complessiva dovrebbe aumentare lievemente nell'ultimo trimestre del 2024, principalmente a causa degli effetti base relativi ai prezzi dell'energia, per poi tornare a scendere. Ci si attende pertanto un'ulteriore

graduale moderazione, nei prossimi anni, in un contesto in cui continuano ad attenuarsi le pressioni indotte dalla compensazione dell'inflazione in un mercato del lavoro caratterizzato da condizioni tese e, conseguentemente, si riduce la crescita dei salari. L'aumento previsto dell'inflazione complessiva nel 2027 riflette principalmente un impatto verso l'alto per lo più temporaneo derivante dall'attuazione del pacchetto "Pronti per il 55%" dell'UE e specificamente del nuovo sistema dell'UE per lo scambio di quote di emissione (ETS2) relativo al riscaldamento degli edifici e ai carburanti per autotrazione. Rispetto all'esercizio svolto lo scorso settembre, le prospettive per l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC sono state riviste lievemente al ribasso, di 0,1 punti percentuali per il 2024 e il 2025, principalmente a causa di dati inferiori al previsto e di ipotesi più basse per i prezzi del petrolio e dell'elettricità. Allo stesso tempo, gli esperti dell'Eurosistema continuano ad attendersi una rapida riduzione dell'inflazione di fondo, dal 2,9 per cento del 2024 al 2,3 nel 2025 e all'1,9 nel 2026 e nel 2027, principalmente per effetto di un calo dell'inflazione dei servizi. Rispetto alle proiezioni di settembre scorso, l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari è stata rivista al ribasso di 0,1 punti percentuali per il 2026.

Grafico 13

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024*.

Note: la linea verticale grigia indica l'ultimo trimestre prima dell'inizio dell'orizzonte di proiezione. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 (dati effettivi) e al quarto trimestre del 2027 (proiezioni). Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema sono state ultimate il 27 novembre 2024 e la data di ultimo aggiornamento per le ipotesi tecniche è il 20 novembre 2024. Le serie storiche e i dati relativi alle proiezioni per l'inflazione misurata sullo IAPC e sull'HICPX sono registrati con frequenza trimestrale.

Nel periodo in esame, compreso tra il 12 settembre e l'11 dicembre 2024, gli andamenti del mercato finanziario sono stati influenzati da fattori importanti, tra cui la valutazione da parte del mercato delle implicazioni delle elezioni del presidente degli Stati Uniti e le attuali tensioni geopolitiche. I tassi di interesse a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro hanno mostrato una tendenza al ribasso, che rispecchia le attese di tagli dei tassi di interesse di riferimento della BCE più rapidi e pronunciati, mentre i mercati hanno assistito alla pubblicazione di dati macroeconomici più deboli per l'area dell'euro. I mercati hanno incorporato integralmente una riduzione di 25 punti base dei tassi a seguito della riunione del Consiglio direttivo di dicembre. Anche i tassi di interesse privi di rischio a lungo termine dell'area dell'euro sono diminuiti, riflettendo principalmente un calo della componente reale dei tassi. I rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti in misura minore rispetto ai tassi swap privi di rischio, con una certa eterogeneità fra paesi, alcuni dei quali caratterizzati da prospettive politiche e di bilancio incerte. Nel periodo in esame i corsi azionari dell'area dell'euro hanno oscillato, per poi terminare in lieve rialzo. I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ridotti all'inizio del periodo, ma in seguito hanno registrato un incremento. Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro statunitense e, in misura lievemente inferiore, su base ponderata per l'interscambio.

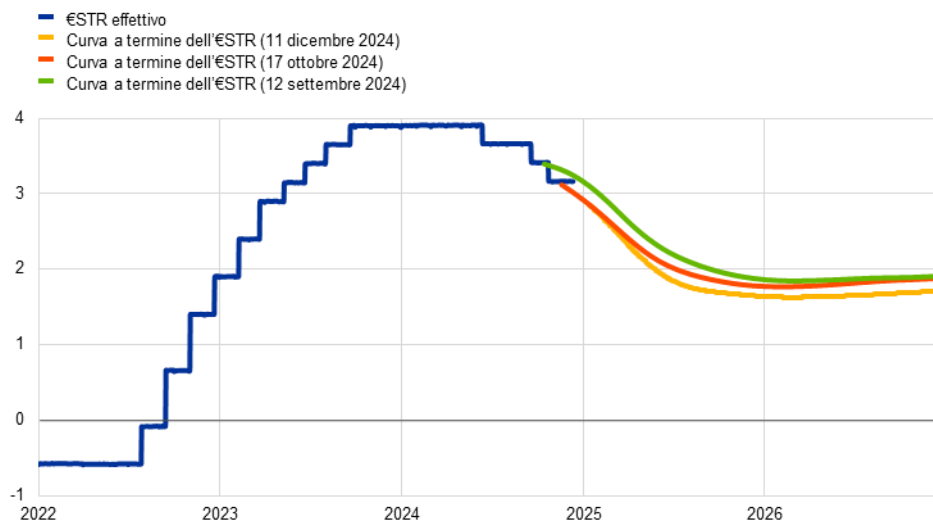
La curva a termine del tasso OIS (overnight index swap) si è spostata verso il basso dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, in quanto gli operatori di mercato si attendevano riduzioni cumulative dei tassi di riferimento più rapide e pronunciate (cfr. il grafico 14).

Nel periodo in esame il tasso di riferimento €STR (euro short-term rate) si è collocato in media al 3,3 per cento, a seguito delle decisioni del Consiglio direttivo, assunte in occasione delle riunioni sia di settembre sia di ottobre, di ridurre di 25 punti base il tasso sui depositi presso la banca centrale. Tra il 12 settembre e l'11 dicembre la liquidità in eccesso è diminuita di circa 155 miliardi di euro, collocandosi a 2.912 miliardi. Ciò ha rispecchiato principalmente i rimborsi a settembre dei fondi presi in prestito nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e il calo dei portafogli di titoli detenuti per finalità di politica monetaria, in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA) e reinveste solo in parte il capitale rimborsato nel portafoglio del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (pandemic emergency purchase programme, PEPP). La curva a termine del tasso OIS basato sull'€STR si è spostata verso il basso, rispetto a quanto osservato in occasione della riunione del Consiglio direttivo di settembre, suggerendo una dinamica di riduzione dei tassi di riferimento, in un contesto caratterizzato da dati macroeconomici dell'area dell'euro più deboli e dall'esito delle elezioni statunitensi. L'11 dicembre i mercati avevano incorporato interamente un taglio dei tassi pari a 25 punti base, deciso alla riunione del Consiglio direttivo dello stesso mese. In seguito la curva a termine si è spostata verso il basso ed è passata dall'incorporare circa 123 punti base di riduzioni cumulative dei tassi di interesse nel periodo fino a giugno 2025 (il 12 settembre) all'incorporarne circa 133 (l'11 dicembre).

Grafico 14

Tassi a termine dell'€STR

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

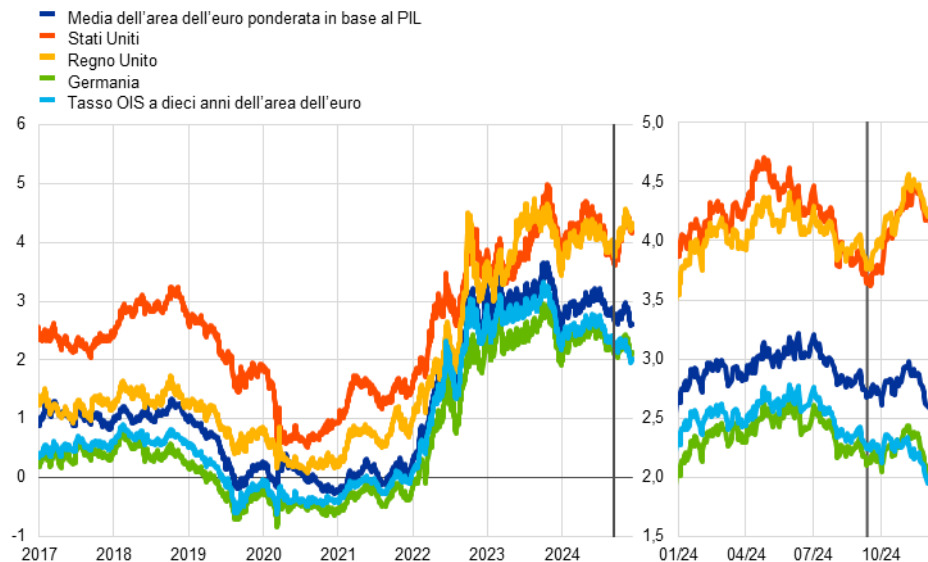
Nota: la curva a termine è stimata utilizzando i tassi OIS a pronti (basati sull'€STR).

Anche i tassi a lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono diminuiti dopo la riunione del Consiglio direttivo di settembre, a differenza dei tassi omologhi negli Stati Uniti (cfr. il grafico 15). Il tasso OIS a dieci anni dell'area dell'euro è diminuito di 26 punti base nel periodo in esame, per poi terminarlo al 2,0 per cento circa. Tale calo dei tassi privi di rischio a lungo termine ha rispecchiato principalmente quello della componente reale dei tassi. Le attese circa la politica monetaria interna e la pubblicazione dei dati macroeconomici hanno inciso sui tassi privi di rischio dell'area dell'euro, mentre le esternalità a livello statunitense e mondiale hanno controbilanciato gli impatti negativi sulle scadenze più lunghe. Per contro, i tassi privi di rischio a lungo termine negli Stati Uniti sono aumentati significativamente nel periodo in esame, sostenuti sia dall'incremento dei tassi reali sia dalla compensazione della maggiore inflazione. In particolare, il rendimento dei titoli del Tesoro statunitensi a dieci anni è cresciuto di circa 60 punti base, collocandosi al 4,3 per cento. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi a dieci anni privi di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si è ampliato di 85 punti base. Anche nel Regno Unito i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di 54 punti base, raggiungendo il 4,3 per cento, circa, alla fine del periodo in esame.

Grafico 15

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.

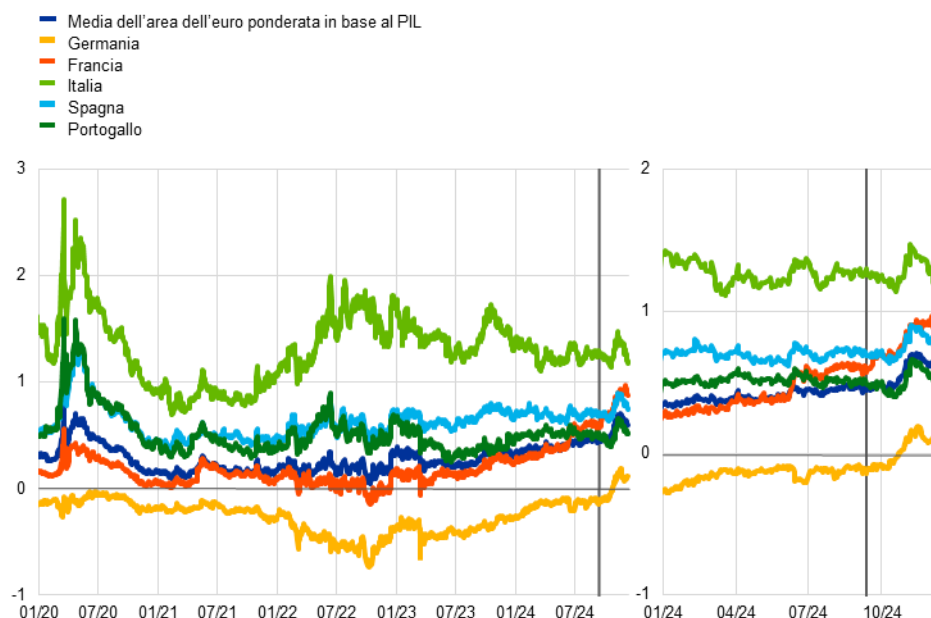
Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 dicembre 2024.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono diminuiti in misura minore rispetto ai tassi privi di rischio, determinando un lieve ampliamento dei differenziali (cfr. il grafico 16). Alla fine del periodo in esame il rendimento dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ponderato in base al PIL è stato inferiore di circa 10 punti base, collocandosi a circa il 2,6 per cento, con un conseguente aumento di 15 punti base del suo differenziale rispetto al tasso OIS. Gran parte dell'ampliamento dello spread si è verificato prima delle elezioni statunitensi, proseguendo la tendenza osservata dal 2022. Dopo le votazioni il differenziale si è ampliato più rapidamente, in quanto l'aumento dei rendimenti dei titoli del Tesoro statunitensi si è propagato ai mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro. Anche il differenziale sui titoli di Stato tedeschi a dieci anni ha registrato un incremento di 23 punti base nel periodo in esame, proseguendo una tendenza che ha rispecchiato, tra altri fattori, minori obbligazioni detenute dall'Eurosistema. Nel periodo in esame il differenziale sui titoli di Stato tedeschi è divenuto positivo, per la prima volta dal 2016, mentre l'annuncio di elezioni anticipate in Germania non ha avuto un effetto rilevante. Variazioni di maggiore rilievo sono state osservate per il rendimento dei titoli di Stato decennali francesi, aumentato di circa 5 punti base, in un contesto caratterizzato dall'incertezza sulle prospettive di bilancio del paese, e che ha ampliato di 30 punti base il differenziale rispetto al tasso OIS a dieci anni. Gli effetti di propagazione in Grecia, Spagna, Italia e Portogallo sono stati comunque limitati, grazie a un migliore clima di fiducia che ha caratterizzato le attese relative al bilancio in alcuni di questi paesi. Nel complesso, il differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato e il tasso OIS si è ridotto di 9 punti base per l'Italia, ampliandosi invece di 4 e 6 punti base, rispettivamente, per Portogallo e Spagna.

Grafico 16

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

(in punti percentuali)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (12 settembre 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono all'11 dicembre 2024.

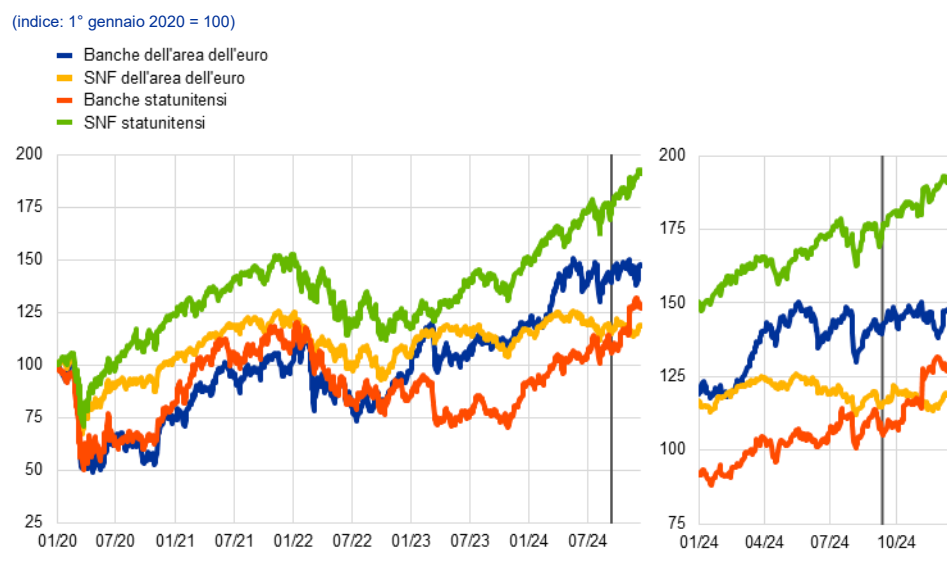
I differenziali sulle obbligazioni societarie si sono ristretti all'inizio del periodo in esame, per poi aumentare lievemente, in parte a seguito delle oscillazioni nei mercati azionari. I differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie investment grade si sono ridotti di circa 10 punti base fino alla metà di ottobre, ma poi si sono lievemente ampliati. La riduzione è stata più pronunciata per le obbligazioni delle società finanziarie rispetto a quelle non finanziarie: per queste ultime i differenziali sono aumentati di poco, nel complesso. Nel segmento ad alto rendimento i differenziali hanno mostrato oscillazioni più rilevanti, in particolare a partire dalla metà di ottobre, seppur a fronte di un moderato calo complessivo.

I corsi azionari nell'area dell'euro hanno oscillato nel periodo in esame, per poi concluderlo di poco al di sopra dei valori registrati in occasione della riunione di settembre del Consiglio direttivo (cfr. il grafico 17). I corsi azionari dell'area dell'euro sono stati favoriti dal forte aumento della propensione al rischio, osservato all'inizio del periodo in esame, che ha più che compensato le revisioni al ribasso degli utili attesi. A partire dalla metà di ottobre il peggioramento delle prospettive per l'economia dell'area dell'euro, evidente, ad esempio, nei dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers Index, PMI) relativi a novembre, ha determinato un'ulteriore diminuzione degli utili attesi. Gli indici generali del mercato azionario nell'area dell'euro hanno perso terreno rispetto ai livelli osservati all'inizio del periodo in esame, prima di accelerare di nuovo alla fine di novembre, anche grazie a un miglioramento della propensione al rischio. Nel complesso, le quotazioni azionarie delle società non finanziarie (SNF) e delle banche sono aumentate, rispettivamente, del 2,5 e del 3,7 per cento. Negli Stati Uniti

le quotazioni azionarie delle SNF e delle banche si sono rafforzate, rispettivamente, del 9,8 e del 20,6 per cento.

Grafico 17

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

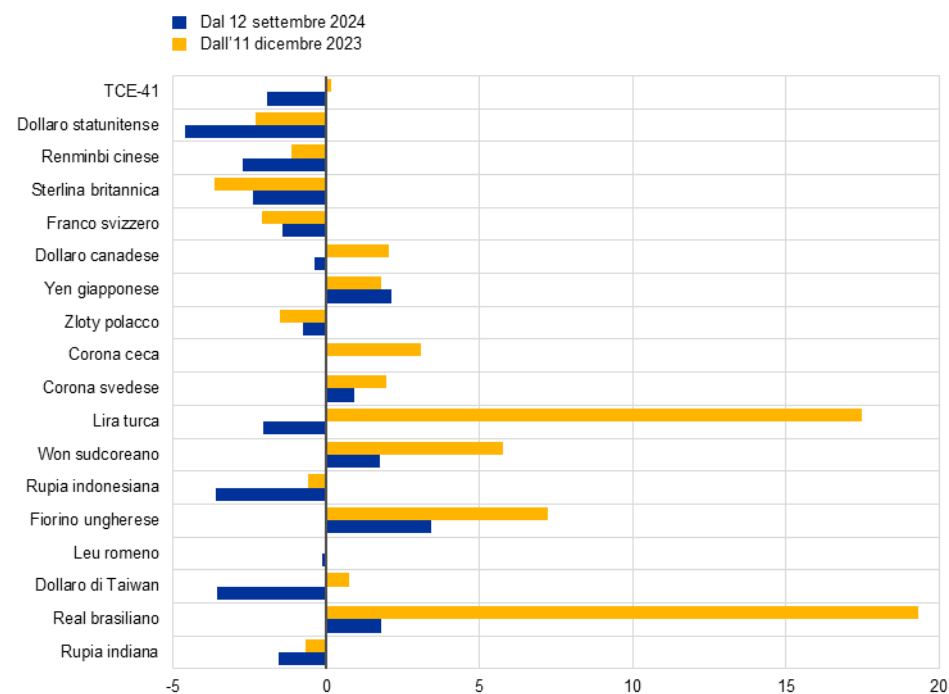


Sui mercati dei cambi l'euro si è deprezzato del 4,6 per cento nei confronti del dollaro statunitense e del 2,0 su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 18). Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è indebolito del 2,0 per cento. L'euro si è deprezzato anche nei confronti del dollaro statunitense (del 4,6 per cento), soprattutto per effetto di una revisione al rialzo delle aspettative degli operatori circa l'andamento del tasso di riferimento della Federal Reserve agli inizi di novembre, a seguito delle elezioni presidenziali statunitensi, nonché di potenziali variazioni delle politiche del paese in materia di commercio, regolamentazione e bilancio. L'euro si è deprezzato del 2,4 per cento nei confronti della sterlina inglese e dell'1,4 contro il franco svizzero, nonché nei confronti delle valute di alcuni mercati emergenti, in ragione di nuove opinioni da parte degli operatori sulle prospettive per le rispettive economie. L'euro si è apprezzato contro lo yen giapponese (del 2,1 per cento), perché tale valuta ha ripreso il deprezzamento generalizzato in un contesto caratterizzato in Giappone da tassi di riferimento persistentemente inferiori rispetto alle altre economie avanzate.

Grafico 18

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 l'11 dicembre 2024.

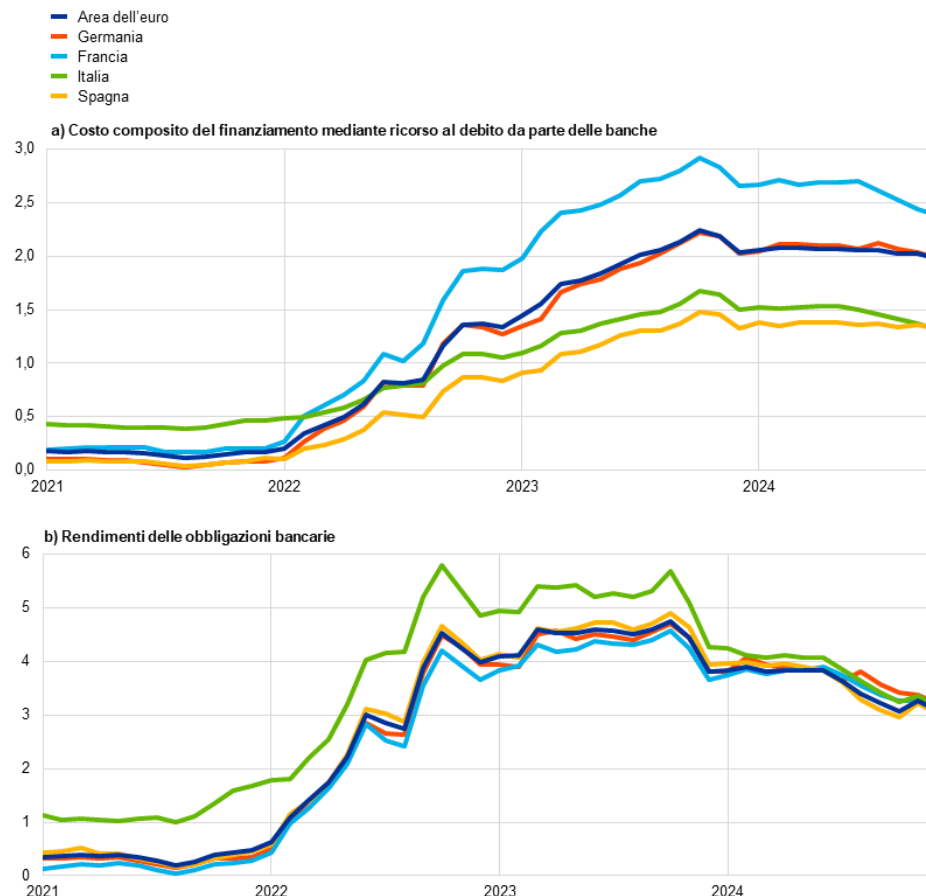
Le recenti e attese riduzioni dei tassi di riferimento della BCE stanno rendendo gradualmente meno oneroso l'indebitamento per imprese e famiglie. A ottobre 2024 i costi della provvista bancaria e i tassi sui prestiti concessi dalle banche hanno continuato a scendere dai livelli di picco raggiunti, sebbene le condizioni di finanziamento siano rimaste ancora restrittive. I tassi di interesse medi sui nuovi prestiti alle imprese e sui nuovi mutui ipotecari sono scesi rispettivamente al 4,7 e al 3,6 per cento. La crescita dei prestiti alle imprese e alle famiglie ha continuato a essere contenuta, riflettendo la debole espansione economica e la perdurante rigidità dei criteri per la concessione del credito. Nel periodo compreso tra il 12 settembre e l'11 dicembre 2024 il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio è diminuito, in concomitanza con un allentamento del tasso di interesse a lungo termine privo di rischio e con una riduzione del premio per il rischio azionario. Nell'ultima indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) le aziende hanno segnalato che nel complesso la disponibilità di prestiti bancari è rimasta sostanzialmente invariata nel terzo trimestre del 2024, solo qualcuna ha segnalato aspettative di miglioramento per il quarto trimestre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) ha continuato a recuperare dai bassi livelli raggiunti; gli afflussi netti dall'estero hanno continuato a fornire il principale contributo alla sua espansione.

I costi di finanziamento delle banche dell'area dell'euro sono scesi dai livelli massimi raggiunti, di riflesso alle recenti riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE e all'andamento atteso dei tassi di interesse. A ottobre 2024 il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche dell'area dell'euro è diminuito leggermente, collocandosi al 2,0 per cento (cfr. il pannello a) del grafico 19). Il calo dei costi della provvista bancaria è principalmente riconducibile ai minori rendimenti delle obbligazioni bancarie (cfr. il pannello b) del grafico 19), in un contesto di diminuzione dei tassi privi di rischio a più lungo termine. Tuttavia, tali costi hanno continuato a essere elevati, a fronte della ricomposizione dei finanziamenti verso fonti più costose. Nel terzo trimestre del 2024 i tassi medi sui depositi sono diminuiti solo lievemente, con un tasso composito sui depositi pari all'1,3 per cento a ottobre. I tassi di interesse sui depositi a termine sono diminuiti più marcatamente rispetto a quelli sui depositi a vista e sui depositi rimborsabili con preavviso, che hanno registrato solo un calo marginale nello stesso periodo.

Grafico 19

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 affiliate ed elaborazioni della BCE.

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi applicati alle nuove operazioni di depositi a vista, 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 ottobre 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito per le banche (pannello a) e all'11 dicembre 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie (pannello b).

I tassi sul credito bancario alle imprese e alle famiglie sono ulteriormente diminuiti, ma le condizioni di finanziamento restano restrittive.

I tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono calati negli ultimi mesi, sostenendo una graduale ripresa del credito (cfr. il grafico 20). A ottobre 2024 i tassi sui nuovi prestiti alle società non finanziarie (SNF) sono scesi di 22 punti base, portandosi al 4,68 per cento, cioè circa 60 punti base al di sotto del picco di ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 20), nonostante una certa eterogeneità tra paesi dell'area dell'euro e scadenze. Nello stesso mese il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese si è nuovamente ridotto fino allo 0,34 per cento, un valore vicino a quello minimo registrato nell'estate del 2024. Per quanto riguarda le scadenze, il calo maggiore è stato osservato per i prestiti con periodo di determinazione iniziale intermedio (tra 1 e 5 anni). I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni si sono collocati al 3,55 per cento a ottobre, in diminuzione dal 3,64 di settembre, collocandosi ora circa 50 punti base al di sotto del picco di novembre 2023 (cfr. il pannello b) del grafico 20), pur con alcune

differenze tra paesi. Il calo è stato generalizzato per tutti i periodi di determinazione iniziale e in linea con i tassi di mercato, con i mutui ipotecari a tasso variabile che restano più onerosi di quelli a tasso fisso.

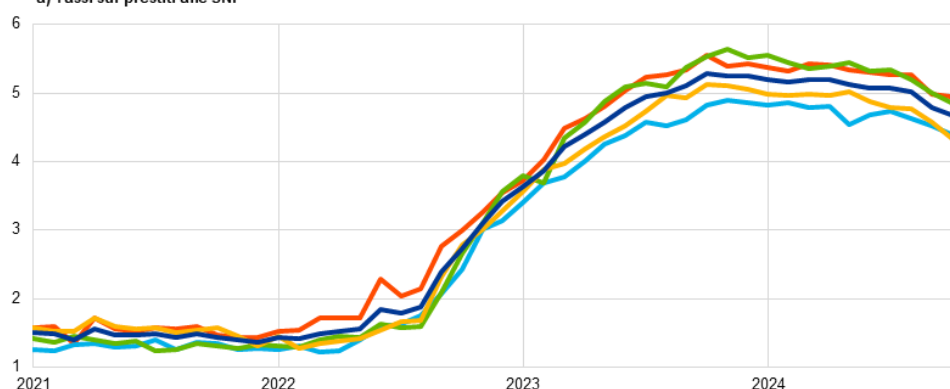
Grafico 20

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

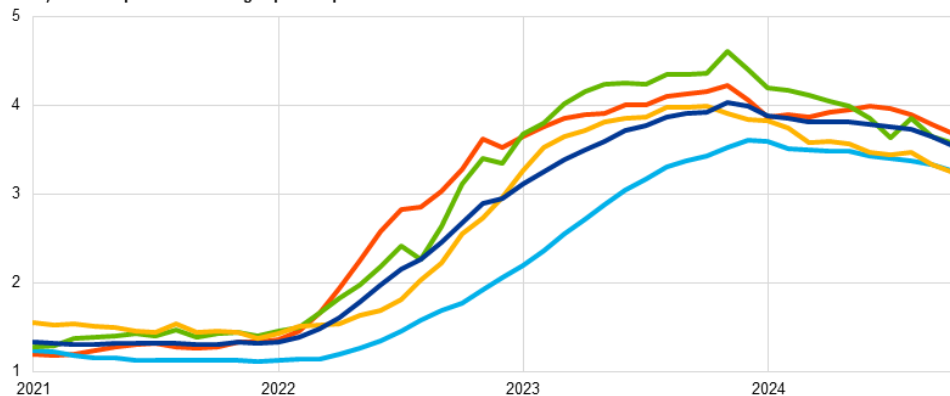
(valori percentuali sui dodici mesi)

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

a) Tassi sui prestiti alle SNF



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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

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

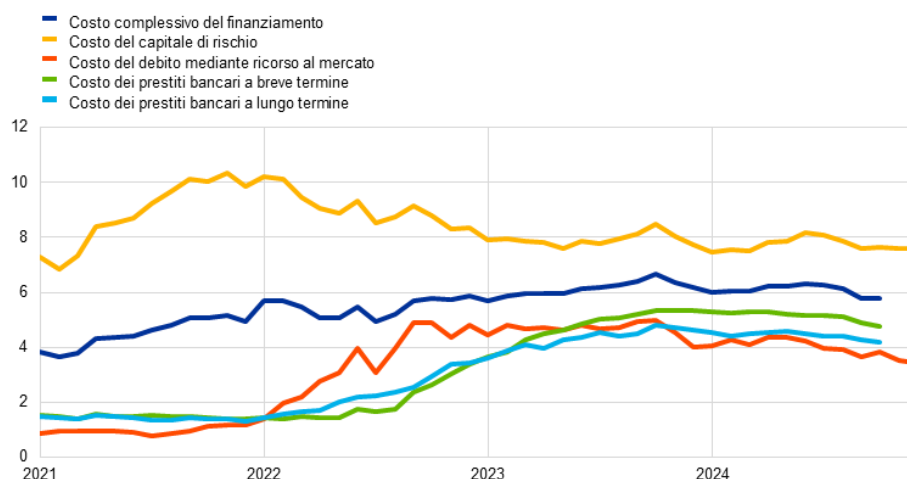
Nel periodo compreso tra il 12 settembre e l'11 dicembre 2024 il costo sostenuto dalle imprese per il finanziamento sia mediante ricorso al mercato sia mediante capitale di rischio è diminuito. Sulla base dei dati mensili, disponibili fino a ottobre, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ossia il costo composito dei prestiti bancari, del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio, è rimasto invariato rispetto al mese precedente, collocandosi al 5,8 per cento a ottobre, ancora al di sotto del massimo pluriennale raggiunto

a ottobre 2023 (cfr. il grafico 21)¹¹. Il costo del debito mediante capitale di rischio è rimasto sostanzialmente invariato, mentre il lieve aumento di quello mediante ricorso al mercato è stato interamente compensato dal calo del costo dei prestiti bancari. I dati giornalieri relativi al periodo compreso tra il 12 settembre e l'11 dicembre 2024 mostrano che il costo del finanziamento sia tramite l'emissione di titoli di debito sul mercato sia tramite capitale di rischio è diminuito. La riduzione del costo del debito mediante ricorso al mercato è stata trainata da un significativo spostamento verso il basso della curva del tasso OIS (overnight index swap) su tutte le scadenze fino a 15 anni, nonostante un lieve ampliamento dei differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse dalle SNF nel segmento investment grade. La riduzione del costo del finanziamento mediante capitale di rischio è riconducibile sia a un minore premio per il rischio azionario sia a un calo del tasso privo di rischio a lungo termine, approssimato dal tasso OIS a dieci anni.

Grafico 21

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari a lungo e a breve termine (dati medi mensili), di quello del debito mediante ricorso al mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito mediante ricorso al mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono all'11 dicembre 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo complessivo del finanziamento e su quello dei prestiti bancari si riferiscono a ottobre 2024 (dati mensili).

Il ritmo di crescita dei prestiti bancari alle imprese e alle famiglie ha continuato a essere contenuto, riflettendo la debole espansione economica e la perdurante rigidità dei criteri per la concessione del credito.

I prestiti bancari alle imprese hanno registrato un graduale incremento da livelli contenuti e sono saliti all'1,2 per cento a ottobre 2024, dall'1,1 di settembre (cfr. il pannello a) del grafico 22). Nello stesso mese l'indebitamento delle imprese è rimasto all'1,6 per cento e l'emissione netta positiva di titoli di debito da parte delle imprese non ha interamente compensato la debolezza dei prestiti bancari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie è salito allo 0,8 per cento a ottobre, dallo 0,7

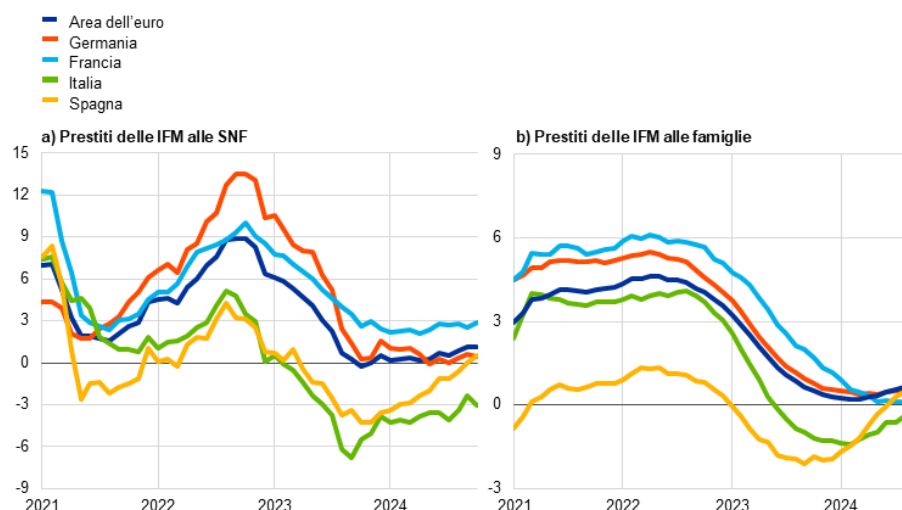
¹¹ A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a ottobre 2024.

di settembre, in presenza di miglioramenti delle dinamiche a breve termine (cfr. il pannello b) del grafico 22). I mutui ipotecari si sono stabilizzati rispetto ai cali precedenti e mostrano i primi segnali di ripresa. Anche il credito al consumo è aumentato in ottobre, mentre le altre tipologie di prestiti continuano a contrarsi, sebbene a un ritmo più moderato. I risultati dell'indagine sulle aspettative dei consumatori ([Consumer Expectations Survey](#)) condotta dalla BCE a ottobre 2024 suggeriscono che l'incremento del credito al consumo è concentrato tra le famiglie a più basso reddito. Inoltre, la percentuale di famiglie che hanno percepito un accesso al credito più restrittivo è ancora superiore a quella di coloro che ne percepiscono un accesso più facile (+14 per cento in settembre).

Grafico 22

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 ottobre 2024.

Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE), le aziende hanno segnalato che la disponibilità di prestiti bancari era rimasta, nel complesso, sostanzialmente invariata nel terzo trimestre del 2024, solo qualcuna ha segnalato aspettative di miglioramento per il quarto trimestre (cfr. il grafico 23). Nel terzo trimestre del 2024 la percentuale netta di società segnalanti un miglioramento della disponibilità dei prestiti erogati dalle banche è stata pari all'1 per cento, in calo rispetto al 2 per cento nel trimestre precedente. Tale lieve diminuzione si può attribuire alle imprese di grandi dimensioni, mentre le piccole e medie imprese (PMI) mediamente non hanno segnalato variazioni. Il 2 per cento netto delle imprese si attendeva un miglioramento nell'accesso ai prestiti bancari nel quarto trimestre del 2024. Mentre, in termini netti, le PMI non prevedono alcuna variazione della disponibilità di prestiti, le grandi imprese si aspettavano un miglioramento nei finanziamenti esterni e tramite prestiti.

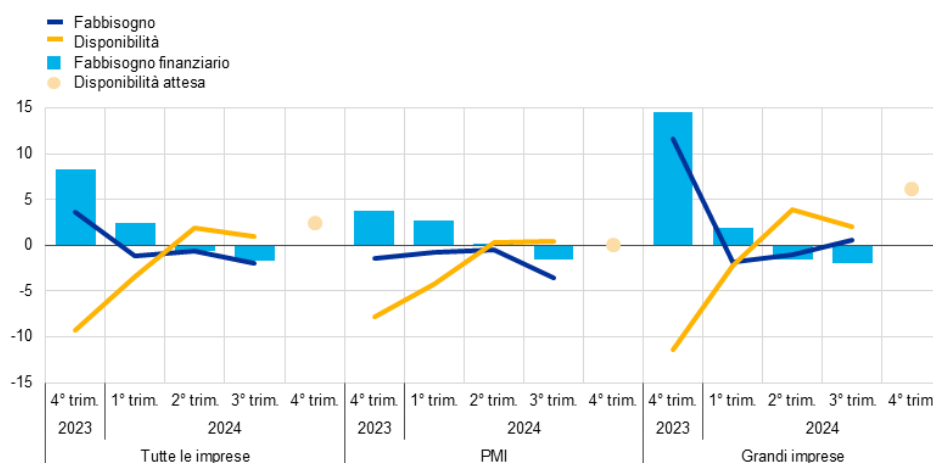
Le imprese hanno inoltre segnalato una lieve riduzione del fabbisogno di prestiti bancari.

Nel terzo trimestre del 2024 il 2 per cento netto delle imprese, principalmente PMI, ha indicato una minore esigenza di prestiti bancari, mentre una piccola percentuale netta di imprese di grandi dimensioni ha segnalato un incremento di tale necessità. Di conseguenza, il fabbisogno finanziario di prestiti bancari, ossia la differenza stimata tra la variazione del fabbisogno e della disponibilità, è stato negativo per il 2 per cento netto delle imprese, allo stesso modo sia per le PMI sia per le grandi imprese. Sebbene le grandi imprese avessero segnalato un fabbisogno finanziario negativo molto modesto già nel secondo trimestre del 2024, ciò si è verificato per le PMI solo nel terzo trimestre.

Grafico 23

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

(percentuali nette di intervistati)



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

Note: l'acronimo PMI sta per "piccole e medie imprese". Le percentuali nette corrispondono alla differenza tra la percentuale di imprese che segnalano un aumento della disponibilità di prestiti bancari (rispettivamente fabbisogno e disponibilità attesa) e la percentuale di imprese che ne segnalano una diminuzione negli ultimi tre mesi. L'indicatore del fabbisogno di finanziamento combina le esigenze di finanziamento con la disponibilità di prestiti bancari a livello di impresa. L'indicatore della variazione di fabbisogno finanziario percepita assume un valore pari a 1 (-1) se le esigenze di finanziamento aumentano (diminuiscono) e la disponibilità diminuisce (aumenta). Se le imprese percepiscono un aumento (una diminuzione) unilaterale del fabbisogno finanziario, alla variabile viene assegnato un valore pari a 0,5 (-0,5). Un valore positivo dell'indicatore segnala un aumento del fabbisogno finanziario. I valori sono moltiplicati per 100 per ottenere saldi netti ponderati in percentuale. I dati si riferiscono alle edizioni dell'indagine SAFE comprese tra la 29ª (sondaggio pilota da ottobre a dicembre 2023) e la 32ª (giugno-settembre 2024).

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) nell'area dell'euro ha continuato a segnare una ripresa; gli afflussi netti dall'estero hanno continuato a fornire il principale contributo alla creazione di moneta.

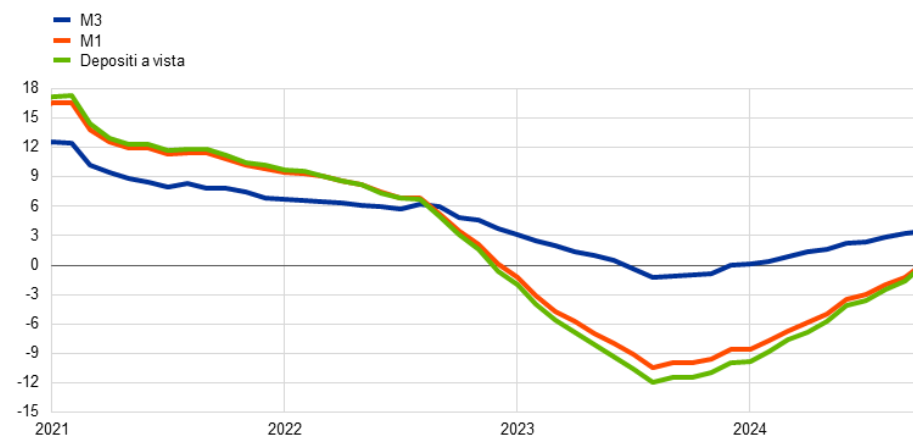
A ottobre 2024 la crescita di M3 sui dodici mesi è aumentata al 3,4 per cento, dal 3,2 di settembre (cfr. il grafico 24). La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, è tornata in territorio positivo per la prima volta da dicembre 2022, salendo allo 0,2 per cento a ottobre dal -1,3 di settembre. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista (una componente di M1) è salito allo 0,1 per cento in ottobre dal -1,6 di settembre. Gli afflussi dall'estero hanno continuato a costituire la fonte primaria di creazione di moneta, trainati principalmente da un elevato avanzo di conto corrente dell'area dell'euro. Anche il contributo alla crescita di moneta fornito dagli acquisti netti di debito pubblico da parte delle banche è stato significativo, mentre quello dei

prestiti alle famiglie e alle imprese è rimasto contenuto. Tuttavia, la contrazione in atto del bilancio dell'Eurosistema e l'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine (non incluse in M3), nel contesto della graduale riduzione della raccolta di fondi mediante operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) entro la fine del 2024, hanno contribuito negativamente alla creazione di moneta.

Grafico 24

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 ottobre 2024.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro dovrebbe scendere dal 3,6 per cento del PIL del 2023 al 3,2 nel 2024, per poi raggiungere molto gradualmente il 2,9 nel 2027. Sostanzialmente in linea con questi andamenti, si prevede che l'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro subisca un significativo inasprimento nel 2024, che diventerebbe poi molto marginale sia nel 2025 sia nel 2026 e poi più significativo nel 2027. Tuttavia, le ipotesi e le proiezioni in merito alla politica di bilancio sono caratterizzate da un livello insolito di incertezza¹². L'irrigidimento dell'orientamento di bilancio nel 2024 riflette principalmente la revoca di gran parte delle misure di sostegno dei governi legate all'energia e all'inflazione, nonché rilevanti fattori non discrezionali, in particolare i robusti andamenti delle entrate. L'inasprimento relativamente ampio dell'orientamento della politica di bilancio nel 2027 rispecchia principalmente la previsione di una riduzione della spesa pubblica, venendo meno i finanziamenti connessi alle sovvenzioni del programma Next Generation EU (NGEU). Il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro dovrebbe lentamente aumentare da un livello già elevato e stabilizzarsi intorno all'89 per cento soltanto alla fine dell'orizzonte di proiezione. Dal lato della politica di bilancio, il 26 novembre la Commissione europea ha avviato il primo ciclo di coordinamento delle politiche nell'ambito del nuovo quadro di riferimento per la governance economica con l'emissione del pacchetto d'autunno. I governi dovrebbero ora concentrarsi sulla piena e tempestiva attuazione dei propri impegni in tale ambito. Contribuirebbero così a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL, dando al tempo stesso priorità a riforme e investimenti volti a favorire la crescita.

Secondo le proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro migliorerà gradualmente nell'orizzonte temporale di proiezione (cfr. il grafico 25)¹³. Sebbene nel 2022 e nel 2023 si sia mantenuto

stabile al 3,6 per cento del PIL, secondo le proiezioni il disavanzo di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe diminuire al 3,2 per cento del PIL nel 2024, per poi scendere ulteriormente di 0,1 punti percentuali all'anno fino al 2027, anno in cui si collocherebbe al 2,9 per cento. L'andamento previsto lungo l'orizzonte temporale di proiezione riflette principalmente un saldo primario corretto per gli effetti del ciclo in graduale miglioramento, ma ancora negativo. Ciò, tuttavia, sarà in parte compensato da un graduale aumento della spesa per interessi nell'intero periodo, per effetto della lenta trasmissione dei precedenti aumenti dei tassi di interesse, dovuta alle lunghe

¹² I piani di bilancio di alcuni paesi dell'area dell'euro non sono ancora stati finalizzati o sono già obsoleti, in considerazione della situazione politica corrente. Ad esempio, per quanto concerne la Francia, le ipotesi e le proiezioni riguardanti la politica fiscale contenute nello scenario di base si fondano su una valutazione del bilancio di previsione per il 2025 e dei piani di bilancio a medio termine del governo dell'ex Primo Ministro Michel Barnier. Il 4 dicembre il Parlamento francese ha approvato una mozione di sfiducia nei confronti del governo e di tali piani di bilancio, con conseguenze non chiare per il bilancio del 2025. In molti paesi sussistono altresì dei rischi per lo scenario di base, derivanti da possibili, sebbene non ancora specificate, misure integrative, necessarie ad assicurare la conformità al nuovo quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio.

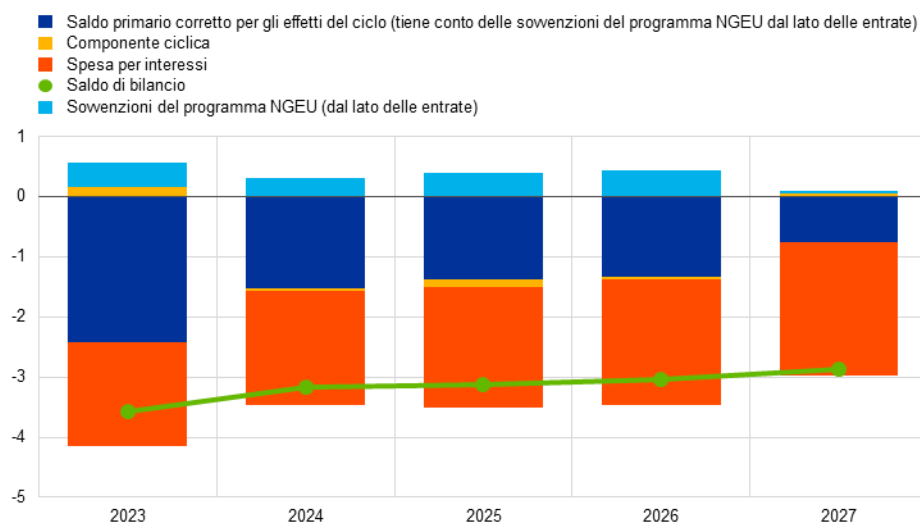
¹³ Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024](#), pubblicate sul sito Internet della BCE il 12 dicembre 2024.

vite residue dei debiti sovrani in essere. La componente ciclica si conferma molto contenuta e negativa fino al 2027, anno in cui diventa lievemente positiva. Rispetto all'esercizio condotto a settembre 2024 dagli esperti della BCE, il saldo di bilancio è stato rivisto marginalmente al rialzo per il 2024 e il 2025, ma resta invariato per il 2026.

Grafico 25

Saldo di bilancio e relative componenti

(in percentuale del PIL)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024*.

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

Secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio dell'area dell'euro dovrebbe subire un significativo inasprimento nel 2024 e, nuovamente, nel 2027, con la scadenza del programma Next Generation EU¹⁴.

La variazione annua del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo, tenendo conto delle sovvenzioni concesse ai paesi nell'ambito del programma Next Generation EU, indica un significativo inasprimento (pari a 0,9 punti percentuali di PIL) delle politiche di bilancio nell'area dell'euro nel 2024. Ciò riflette principalmente la revoca di gran parte delle misure di sostegno dei governi legate all'energia e all'inflazione, nonché rilevanti fattori non discrezionali, che rispecchiano robusti andamenti delle entrate in alcuni paesi. Secondo le proiezioni, l'orientamento delle politiche di bilancio dovrebbe confermarsi restrittivo nei prossimi anni, sebbene solo in misura marginale nel 2025 e 2026. Nel 2025 l'impatto restrittivo delle misure discrezionali dovrebbe essere compensato dal dinamismo di investimenti pubblici e trasferimenti di bilancio, mentre una riduzione di tali misure dovrebbe contribuire all'inasprimento nel 2026. Con la scadenza del programma Next Generation EU, nel 2027, l'orientamento delle

¹⁴ L'orientamento delle politiche di bilancio riflette la direzione e l'entità dello stimolo fornito dalle politiche fiscali all'economia, al di là della reazione automatica delle finanze pubbliche al ciclo economico. Viene qui misurato come la variazione del saldo primario corretto per gli effetti del ciclo al netto del sostegno pubblico al settore finanziario. Dal momento che le maggiori entrate connesse alle sovvenzioni del Next Generation EU a carico del bilancio dell'UE non provocano una contrazione della domanda, tali entrate sono escluse dal saldo primario corretto per gli effetti del ciclo. Per ulteriori dettagli sull'orientamento delle politiche di bilancio nell'area dell'euro, cfr. l'articolo 2 *L'orientamento della politica di bilancio nell'area dell'euro* nel numero 4/2016 di questo Bollettino.

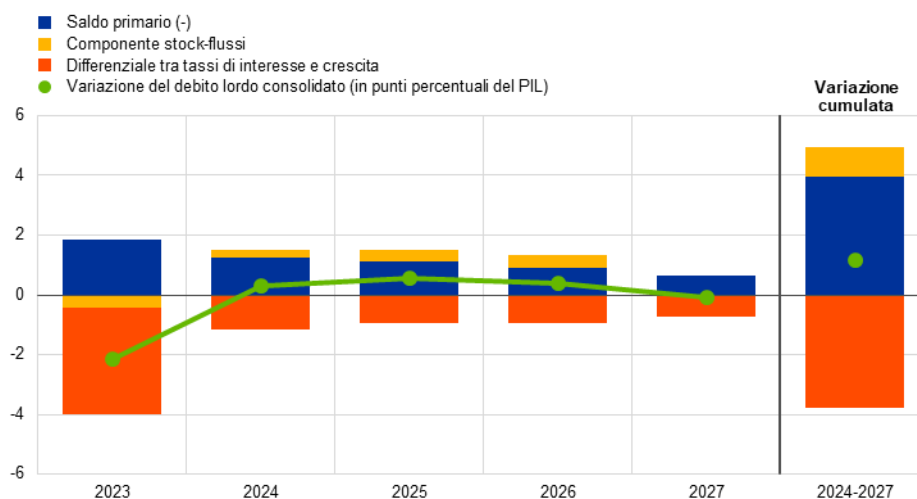
politiche di bilancio dovrebbe irrigidirsi in misura molto più marcata, pari a 0,6 punti percentuali di PIL, principalmente perché ci si attende una diminuzione di investimenti pubblici e trasferimenti di bilancio, prima finanziati dalle sovvenzioni del programma. Pertanto, l'inasprimento cumulato dell'orientamento delle politiche di bilancio nell'orizzonte temporale di proiezione 2024-2027 è pari a 1,7 punti percentuali di PIL. Nel complesso, tuttavia, considerando l'entità considerevole del sostegno di bilancio offerto a partire dalla pandemia, l'orientamento cumulato per il periodo 2020-2027 resta molto accomodante.

Secondo le proiezioni, il rapporto debito pubblico/PIL dell'area dell'euro dovrebbe lentamente aumentare da un livello già elevato, per stabilizzarsi alla fine dell'orizzonte temporale dell'esercizio (cfr. il grafico 26). Durante la pandemia il rapporto debito pubblico/PIL è aumentato in misura significativa, fino a raggiungere circa il 97 per cento nel 2020, per poi diminuire gradualmente in seguito. In base alle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema a dicembre 2024, tale miglioramento sta per interrompersi. Il rapporto tra debito pubblico e PIL dovrebbe, invece, lentamente aumentare, dall'87,4 per cento del PIL nel 2023 a quasi l'88,7 nel 2027. L'aumento previsto nell'orizzonte temporale è determinato dai perduranti disavanzi primari e dai valori positivi attesi della componente stock-flussi, compensati solo parzialmente dai differenziali favorevoli (negativi) fra tassi di interesse e crescita.

Grafico 26

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

(in percentuale del PIL, salvo diversa indicazione)



Fonti: elaborazioni della BCE e *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema, dicembre 2024*.

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

Il 26 novembre la Commissione europea ha avviato il primo ciclo di coordinamento delle politiche nell'ambito del nuovo quadro di riferimento per la governance economica con l'emissione del pacchetto d'autunno.

Tale pacchetto contiene la valutazione da parte della Commissione dei primi piani strutturali a medio termine sottoposti dagli Stati membri dell'UE nell'ambito del nuovo

quadro di riferimento per la governance che è entrato in vigore il 30 aprile. Vi sono inclusi altresì i pareri della Commissione sui documenti programmatici di bilancio per il 2025 dei paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, non tutti i paesi dell'area avevano sottoposto tali documenti alla Commissione, principalmente a causa dello svolgimento di tornate elettorali¹⁵. Inoltre, in considerazione delle dinamiche politiche di alcuni paesi, diversi documenti programmatici potrebbero essere già obsoleti. Ciononostante, i governi dovrebbero ora concentrarsi sulla piena e tempestiva attuazione dei propri impegni in tale ambito. Contribuirebbero così a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito /PIL, dando al tempo stesso priorità a riforme e investimenti volti a favorire la crescita. Al fine di accrescere la produttività, la competitività e la capacità di tenuta dell'economia, è altresì fondamentale dare prontamente seguito, con politiche strutturali concrete e ambiziose, alle proposte di Mario Draghi per una maggiore competitività europea e a quelle di Enrico Letta per il rafforzamento del mercato unico¹⁶.

¹⁵ Belgio, Germania, Lituania e Austria non avevano ancora sottoposto un piano strutturale a medio termine alla Commissione, mentre Belgio, Spagna e Austria non avevano presentato un documento programmatico di bilancio.

¹⁶ Cfr. Draghi, M., [“The future of European competitiveness”](#), settembre 2024; Letta, E., [“Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens”](#), aprile 2024.

Riquadri

1

Fattori alla base della tenuta dei corsi azionari statunitensi: struttura del mercato, aspettative sugli utili o premi per il rischio azionario?

a cura di Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu e Toma Tomov

A partire dall'inizio del 2023 gli aumenti dei corsi azionari statunitensi hanno prodotto valutazioni elevate, in particolare per le società cosiddette

“magnifiche sette”. Nonostante l'inasprimento monetario del Federal Reserve System e i diversi shock geopolitici, negli Stati Uniti i corsi azionari sono aumentati di quasi il 60 per cento. Per ciascun trimestre del 2024 sono stati osservati rendimenti sui dodici mesi superiori al 20 per cento (cfr. il pannello a) del grafico A). I rendimenti azionari dei titoli con i migliori risultati (quelli delle grandi società tecnologiche Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla, spesso denominate le “magnifiche sette”) hanno superato in misura significativa quelli degli altri titoli, facendo registrare un incremento di circa il 75 per cento nel 2023 e del 45 per cento nel 2024. Di conseguenza, le relative valutazioni, in termini di rapporto prezzo-utili (price-to-earnings, P/E), hanno raggiunto un punteggio pari a circa 30, ben al di sopra del livello mediano delle società comprese nell'indice S&P 500, pari a 20, e superiore al livello mediano a lungo termine, pari a 17 (cfr. il pannello b) del grafico A)¹. Sebbene i recenti rendimenti della maggior parte delle società incluse nell'indice S&P 500 non siano stati elevati quanto i rendimenti registrati venticinque anni fa dall'indice Nasdaq dominato dalle società tecnologiche, è opportuno valutare questi andamenti alla luce dell'esperienza del periodo “dot.com”. Come in quel periodo, alimentato dal diffuso entusiasmo per Internet, l'attuale andamento di mercato delle società tecnologiche è stato sostenuto da un forte ottimismo riguardo alle nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale (IA). Analisti e osservatori dei media hanno pertanto esaminato le analogie e le differenze tra i due casi². In tale contesto, il presente riquadro fa luce sui fattori alla base della tenuta del mercato azionario statunitense, analizzando il ruolo della struttura di mercato, delle aspettative sugli utili e dei premi per il rischio azionario.

La capitalizzazione del mercato è attualmente molto più concentrata che in passato, compreso il periodo della bolla speculativa delle “dot.com”.

Mentre il boom dei titoli tecnologici ha riguardato numerose start-up di piccole dimensioni con un'elevata leva finanziaria (molte delle quali non rientravano nell'indice S&P 500, bensì nell'indice Nasdaq), il boom dell'IA si concentra tra le società più grandi e con i risultati più elevati dell'S&P 500. Agli attuali prezzi di mercato, i titoli delle “magnifiche sette” rappresentano circa un terzo dell'intera

¹ Il rapporto fra prezzo e utili è una nota metrica di valutazione delle azioni; è calcolato dividendo il prezzo delle azioni per gli utili per azione della relativa società. Può essere interpretato come il prezzo che un investitore paga per unità di utili.

² Come esempio di pubblicazioni recenti di alcune istituzioni internazionali, cfr. Lombardi, M.J. e Pinter, G., “[The valuations of tech stocks: dotcom redux?](#)”, *BIS Quarterly Review*, 16 settembre 2024.

capitalizzazione di mercato dell'indice S&P 500, rispetto al valore di un quinto, osservato cinque anni fa. Il ruolo significativo di queste società nelle attuali valutazioni degli indici e nella capitalizzazione di mercato è in netto contrasto con il boom dei titoli "dot.com", quando le prime sette società rappresentavano solo il 17 per cento della capitalizzazione di mercato dell'indice S&P 500, circa la metà della quota attuale. Inoltre, le grandi imprese tecnologiche statunitensi hanno un potere di mercato più ampio e margini di profitto più elevati, pari a circa il 20 per cento, rispetto alla media delle società informatiche statunitensi della fine degli anni '90, i cui margini di profitto erano compresi tra il 5 e il 10 per cento. A differenza di molte start-up del periodo "dot.com", che facevano affidamento sulla leva finanziaria, le "magnifiche sette" dispongono di ampie riserve di liquidità e di un accesso al finanziamento esterno a basso costo, che consente loro di investire in ricerca e sviluppo e di rilevare società e concorrenti di minori dimensioni³. Le barriere all'ingresso (ad esempio gli elevati costi fissi legati alla fabbricazione di chip e ai servizi di cloud e il vantaggio della prima mossa nello sviluppo di modelli linguistici di grandi dimensioni e di motori di ricerca) consentono a tali imprese di preservare la propria quota di mercato e di acquisire valore, eventualmente a scapito di altre società più piccole.

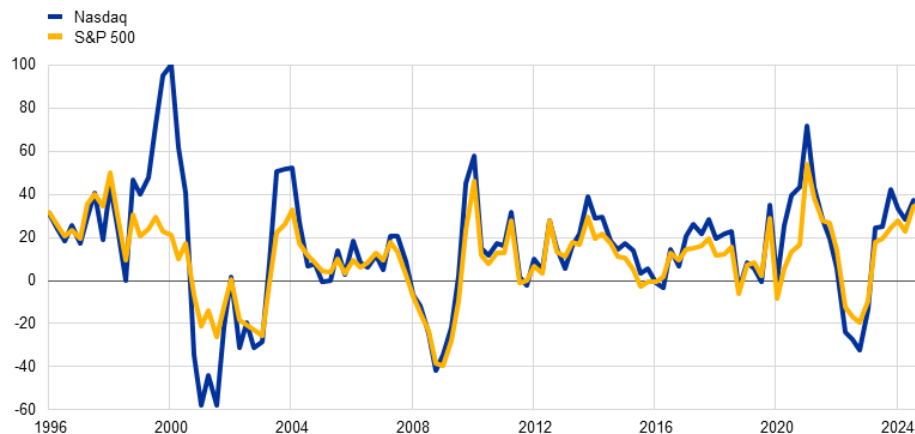
³ I dati che emergono da documenti recenti delle "magnifiche sette" suggeriscono un maggior numero di riferimenti alle attività di fusione e acquisizione associate a tali imprese.

Grafico A

Rendimenti azionari e rapporto prezzo/utigli statunitensi

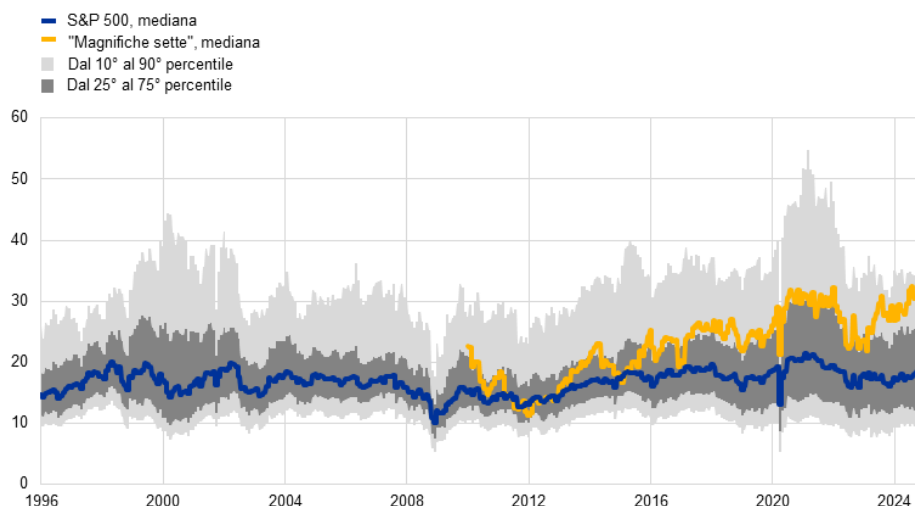
a) Rendimenti azionari

(valori percentuali)



b) Rapporto prezzo/utigli prospettico

(rapporto P/E)



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

Note: nel pannello a) le linee indicano i rendimenti sui dodici mesi degli indici S&P 500 e Nasdaq (dati relativi alla fine di ciascun trimestre). Nel pannello b) le aree grigie mostrano il rapporto prezzo/utigli prospettico tra percentili di imprese comprese nell'indice S&P 500. Le linee blu e gialle corrispondono, rispettivamente, alla mediana dell'indice S&P 500 e alla mediana delle "magnifiche sette" per gli anni più recenti. Per il pannello a) le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 (dati trimestrali). Per il pannello b) le ultime osservazioni si riferiscono al 29 novembre 2024 (dati settimanali).

Gli elevati utili attesi nel settore tecnologico statunitense, basati sulla speranza di notevoli aumenti di produttività legati alla rivoluzione dell'IA, hanno sospinto i relativi corsi azionari. Negli ultimi anni le azioni delle

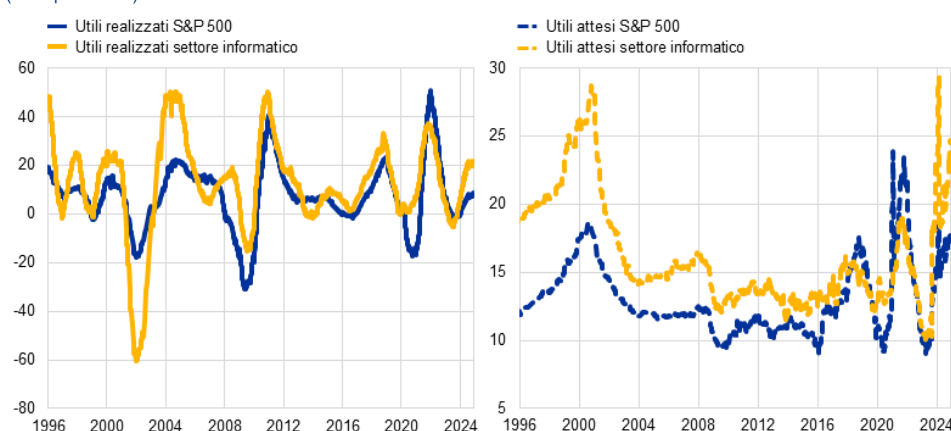
"magnifiche sette" hanno fatto registrare utili molto elevati, alimentando le aspettative di una loro ulteriore crescita e contribuendo a rendere i risultati dei relativi corsi azionari superiori a quelli delle altre imprese. Gli analisti di mercato si attendono una crescita degli utili a due cifre per l'indice S&P 500 nel 2025 e nel 2026, ben al di sopra della media di lungo periodo (cfr. il grafico B). Verosimilmente, gli incrementi di produttività legati all'IA alimentano tali aspettative, dal momento che viene menzionata sempre più spesso nei rapporti sugli utili delle imprese che rientrano

nell'indice S&P 500⁴. Tuttavia, dalla prospettiva storica del mercato più ampio, una crescita degli utili pari a circa il 18 per cento, attualmente attesa per l'indice S&P 500 nei prossimi anni, è stata realizzata relativamente di rado. Ad esempio, all'epoca della bolla speculativa delle “dot.com”, nel 2000, gli utili attesi erano stati altrettanto elevati, mentre quelli realizzati, nonostante fossero inizialmente ampi, sono in seguito diminuiti in misura significativa. Inoltre, a causa dei fattori strutturali di cui sopra, resta incerta la proporzione dei guadagni legati all'IA che si tradurrà in un vantaggio per il settore delle imprese in generale.

Grafico B

Crescita degli utili a lungo termine per azione e utili realizzati per le imprese S&P 500 e del settore informatico.

(valori percentuali)



Fonti: IBES tramite LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: la crescita degli utili a lungo termine per azione si riferisce al tasso di crescita mediano atteso su un periodo compreso fra tre e cinque anni. La crescita degli utili realizzati è mostrata per un periodo di un anno. Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 novembre 2024 (dati settimanali).

L'analisi del modello indica anche la propensione al rischio quale fattore importante nell'aumento dei corsi azionari statunitensi, con premi per il rischio azionario a livelli minimi di molti anni. Il modello di sconto dei dividendi utilizzato per i titoli delle imprese S&P 500 e del settore informatico rivela che la propensione per il rischio degli investitori è stata una determinante significativa nell'incremento dei prezzi azionari. Tale tendenza è stata particolarmente evidente dal 2022, quando le stime del premio per il rischio azionario sono scese ai minimi pluriennali (cfr. il pannello a) del grafico C). Numerosi fattori potrebbero aver contribuito ai bassi livelli dei premi per il rischio azionario e all'elevata propensione al rischio, come ad esempio i progressi compiuti nel ridurre l'inflazione senza segnali di recessione, o la tenue domanda di protezione dal rischio di eventi estremi⁵. I premi per il rischio azionario sono stati particolarmente bassi per il settore informatico, che include alcuni titoli delle “magnifiche sette”. Insieme ai forti utili attesi, i premi per il rischio azionario storicamente bassi sono stati la forza trainante della tenuta dei corsi azionari statunitensi, anche quando i tassi di interesse sono aumentati bruscamente

⁴ Cfr., ad esempio, il grafico 19 di [IMF Corporate Earnings Monitor](#), 17 giugno 2024.

⁵ Per una trattazione più ampia sui rischi del mercato azionario, cfr. il riquadro “[Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#)”, *Financial Stability Review*, BCE, maggio 2024, e [Chapter 2.2](#) del *Financial Stability Review*, BCE, novembre 2024.

(cfr. il pannello b) del grafico C). A seguito della dichiarazione rilasciata a dicembre 2023 dal Federal Open Market Committee (FOMC) della Federal Reserve, che ha comportato un allontanamento dall'orientamento restrittivo della politica monetaria, i tassi di interesse hanno esercitato un minore impatto frenante sui corsi azionari.

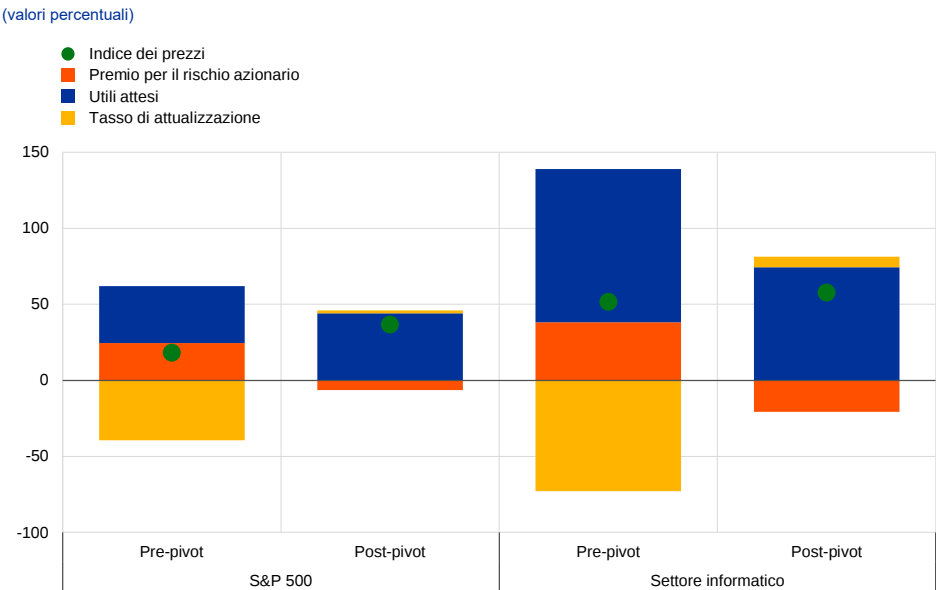
Grafico C

Il ruolo dei premi per il rischio azionario nelle valutazioni relative a S&P 500 e settore informatico

a) Premi per il rischio azionario di alcuni settori S&P 500



b) Scomposizione basata su modelli dei rendimenti azionari a partire dal 2023 per alcuni settori S&P 500



Fonti: LSEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.

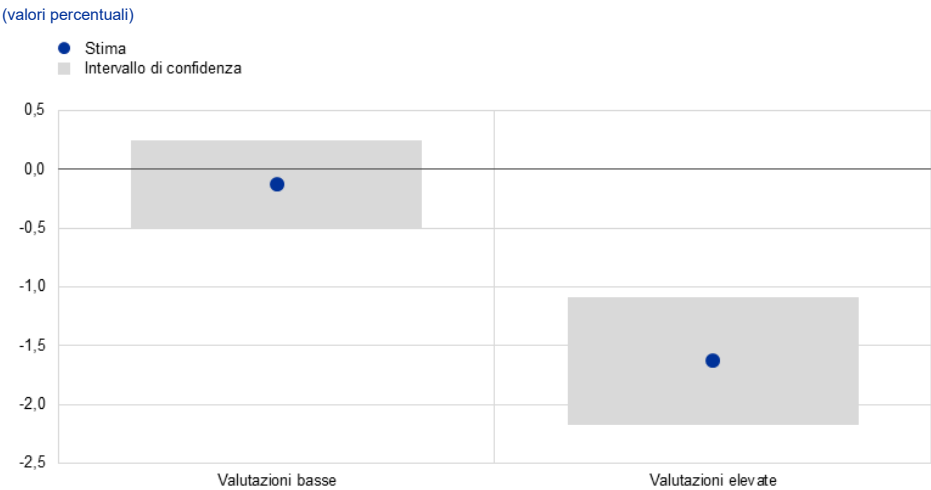
Note: il premio per il rischio azionario è ottenuto usando un modello di sconto dei dividendi, un modello standard di valutazione delle azioni utilizzato per il monitoraggio del mercato azionario e per la stima del premio per il rischio azionario. Un incremento in tale rischio si traduce in un aumento della compensazione per il rischio associato alla detenzione di titoli azionari, che può essere interpretato come una maggiore avversione al rischio. Analogamente, un calo del premio per il rischio azionario può essere interpretato come un calo dell'avversione al rischio. Per le stime di questo modello relative al settore informatico è stato utilizzato un approccio basato anche sulla metodologia sviluppata per l'indice complessivo nell'articolo 2 *Misurare e interpretare il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro* nel numero 4/2018 di questo Bollettino. Il modello include il riacquisto di azioni proprie, attualizza i flussi di cassa futuri con tassi di interesse alla scadenza adeguata e comprende tre orizzonti temporali attesi per la crescita dei dividendi. Il primo periodo, "Pre-pivot", si riferisce alla variazione tra gennaio 2023 e la riunione del FOMC di dicembre 2023. Il secondo periodo, "Post-pivot", si riferisce alla variazione tra la riunione del FOMC di dicembre 2023 e le ultime osservazioni. Le ultime osservazioni si riferiscono al 29 novembre 2024 (dati settimanali).

A causa delle valutazioni elevate e della significativa concentrazione del mercato, le azioni rimangono esposte a shock avversi. Nell'attuale contesto,

caratterizzato da un panorama geopolitico in evoluzione, da debito elevato e da incertezza, relativa sia a risultati economici più ampi sia, in particolare, a futuri incrementi di produttività realizzati grazie all'IA, potrebbero essere più probabili spostamenti improvvisi verso posizioni “avverse al rischio”. Le osservazioni ricavate dai modelli indicano che, per esempio, le revisioni al ribasso delle prospettive macroeconomiche potrebbero esercitare un impatto maggiore sui prezzi dei mercati azionari durante i periodi di valutazioni elevate (cfr. il grafico D), come quello attuale. Alla luce di ciò, unitamente alla significativa concentrazione del mercato azionario statunitense, i rischi menzionati potrebbero diventare sempre più rilevanti⁶.

Grafico D

Risposta dei corsi azionari statunitensi agli shock macroeconomici negli USA, per metriche di valutazione delle azioni



Fonti: SEG ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: risposte a impulso dei corsi azionari statunitensi agli shock macroeconomici avversi negli USA, per metriche di valutazione delle azioni. Le risposte sono stimate applicando ai dati giornalieri metodi di proiezione locali con soglia, tenendo conto dell'indice Citi Economic Surprise, e sono riportate cumulate dopo una settimana. Gli shock macroeconomici negli Stati Uniti sono identificati da un modello autoregressivo vettoriale bayesiano giornaliero come proposto da Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. e Van Robays, I., "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", *Working Paper Series*, n. 2560, BCE, 2021. Il periodo di stima è compreso tra luglio 2005 e agosto 2024.

⁶ Un'analisi più dettagliata dei diversi tipi di shock avversi e delle risposte dei corsi azionari suggerisce che elevati utili attesi possano ammortizzare l'impatto di eventuali turbamenti derivanti dall'inattesa avversione al rischio e dalla politica monetaria, come mostrato in Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. e Van Robays, I., "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", *Working Paper Series*, n. 2860, BCE, 2023. Di conseguenza, elevate valutazioni azionarie determinate dagli utili attesi sono probabilmente meno vulnerabili a shock derivanti da avversità al rischio o dalla politica monetaria, ma potrebbero risentire di shock macroeconomici avversi.

Gli effetti a breve termine del sistema di scambio di quote di emissione sugli investimenti europei

a cura di Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino e Vasileios Kostakis

Il presente riquadro fa il punto sull'impatto sugli investimenti europei del sistema di scambio delle quote di emissione dell'UE (EU Emissions Trading System, EU ETS), al tempo stesso testando empiricamente l'effetto dell'applicazione di prezzi alle emissioni di anidride carbonica sui flussi di investimenti domestici e internazionali. L'EU ETS ha determinato una riduzione delle emissioni di gas serra, con benefici a lungo termine per l'ambiente, l'economia europea e la sua indipendenza energetica. Inoltre, evidenze empiriche sui benefici a lungo termine indicano che l'ETS dà luogo a investimenti verdi volti a ridurre l'intensità carbonica dei processi produttivi delle imprese¹. Al confronto di altre politiche pubbliche, l'applicazione di prezzi alle emissioni di anidride carbonica si è dimostrata un meccanismo efficiente per incentivare l'adozione di tecnologie a basse emissioni². Di conseguenza, l'ETS contribuisce a promuovere l'indipendenza energetica dell'Europa dai combustibili fossili.

Gli effetti nel breve periodo sugli investimenti, tuttavia, non sono chiari.

I benefici ambientali potrebbero comportare una riduzione degli investimenti, dato che l'applicazione di un prezzo alle emissioni di anidride carbonica funge da imposta sull'energia per le imprese³. Potrebbe anche indurre a investire in paesi che non hanno adottato analoghe politiche volte a limitare le emissioni di anidride carbonica mediante l'imposizione di prezzi o di tasse, fenomeno noto come "rilocalizzazione delle emissioni". Nel contempo, potrebbe rappresentare un incentivo per le imprese a investire in tecnologie verdi, mentre le entrate derivanti dall'ETS vengono impiegate per stimolare tali investimenti, attraverso programmi dell'UE quali il Fondo per l'Innovazione, il Fondo per la Modernizzazione e la componente REPowerEU del dispositivo per la ripresa e la resilienza. In mancanza di consenso riguardo agli effetti sugli investimenti, un'indagine su quale di queste forze abbia prevalso finora aiuterebbe ad affinare le politiche ambientali, per limitare il rischio di rilocalizzazione delle emissioni e contenere possibili costi economici.

L'analisi che segue esamina l'impatto di variazioni nei prezzi delle emissioni di anidride carbonica sui flussi di investimento internazionali ed europei.

Si stimano gli effetti nel tempo di shock ai prezzi delle emissioni sugli investimenti diretti esteri (IDE) greenfield e sugli investimenti fissi lordi complessivi, sia a livello di paese sia di settore. Per identificare tali shock, si includono come strumento in un modello

¹ Cfr. Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. e Wagner, U.J., "Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System", *The Review of Economic Studies*, maggio 2024.

² Cfr. Anderson et al., "Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, n. 108, aprile 2021.

³ Per un dibattito sugli effetti macroeconomici delle politiche di transizione verde basate sulle imposte, 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; e Känzig, D.R., "The unequal economic consequences of carbon pricing", *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 31221, maggio 2023.

autoregressivo vettoriale le variazioni di prezzo dei contratti future relativi alle quote di emissione che si verificano in concomitanza di modifiche alla regolamentazione dell'ETS⁴. È importante segnalare che l'analisi si concentra sui costi nel breve termine associati all'imposizione di prezzi sulle emissioni di anidride carbonica, mentre i benefici a lungo termine di un'energia più pulita e di una minore dipendenza dai combustibili fossili esulano dagli argomenti trattati nel presente riquadro⁵. Il campione fa riferimento all'intervallo di tempo compreso tra il 2003 e il 2019, comprendendo il periodo dall'annuncio dell'entrata in vigore dell'ETS fino alla fine della terza fase di attuazione. È escluso il frangente della pandemia, quando si sono verificati altri tipi di gravi shock, che potrebbero inquinare l'analisi, ma sono contemplati quelli relativi ai prezzi delle emissioni, connessi con gli annunci, nel 2019, riguardo alle successive modifiche alla regolamentazione dell'ETS.

L'analisi empirica suggerisce che i flussi di IDE greenfield in Europa vengono temporaneamente inibiti in caso di aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica. A seguito di uno shock ai prezzi delle emissioni, normalizzato per concretizzarsi in un aumento pari all'1 per cento della componente energetica dell'indice dei prezzi alla produzione (IPP), che corrisponde a un aumento immediato dei prezzi dei future sulle quote di emissione pari al 25 per cento, i flussi di IDE greenfield europei verso paesi non europei aumentano significativamente (cfr. il pannello a) del grafico A)⁶. Inoltre, gli IDE tra paesi non europei aumentano dopo un anno. Analogamente, si registra una diminuzione dei flussi di IDE greenfield europei rivolti all'interno, provenienti sia dall'esterno del continente sia dall'Europa stessa: questi ultimi mostrano un proseguimento della contrazione nel medio periodo (cfr. il pannello b) del grafico A). Nel complesso, tali reazioni suggeriscono che, all'aumentare dei prezzi sulle emissioni di anidride carbonica, potrebbe verificarsi un temporaneo allontanamento di investimenti dall'Europa⁷.

⁴ Cfr. Känzig, D.R., op. cit.

⁵ È provato che l'entrata in vigore dell'ETS abbia stimolato investimenti mirati a ridurre le emissioni di anidride carbonica delle imprese nel lungo periodo, senza pregiudicarne l'attività economica. Cfr. Anderson et al., op. cit.

⁶ Lo shock è identificato in termini di ampiezza e segno utilizzando variabili strumentali all'interno di un modello autoregressivo vettoriale. È stato concepito in modo da consentire un'interpretazione immediata dei risultati. Ciononostante, l'impostazione lo rende relativamente ampio, se paragonato alla risposta media dei prezzi dei future delle emissioni alle precedenti modifiche della regolamentazione dell'ETS. Pertanto, si può presumere che l'effettivo impatto sugli investimenti IDE e interni sia stato notevolmente inferiore in passato.

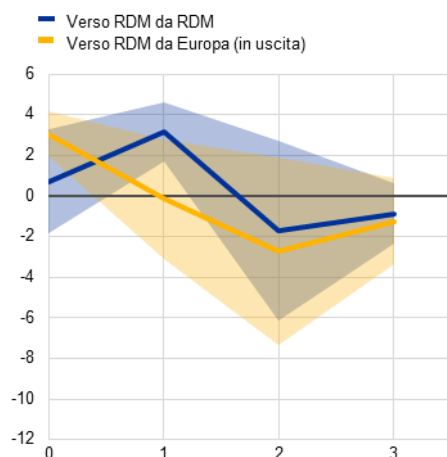
⁷ Cfr. Böning, J., Di Nino, V. e Folger, T., "[Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#)", *Il Blog della BCE*, 1° giugno 2023; e Böning, J., Di Nino, V. e Folger, T., "[Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#)", *Working Paper Series*, n. 2764, BCE, gennaio 2023.

Grafico A

Impatto di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sugli IDE greenfield a livello mondiale

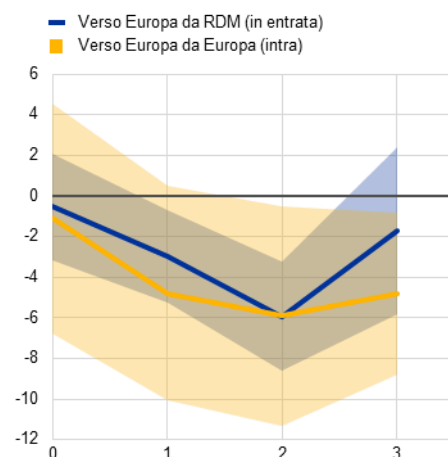
a) Impatto di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sugli IDE nel resto del mondo

(asse delle ordinate: variazioni percentuali; asse delle ascisse: anni dopo l'impatto)



b) Impatto di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sugli IDE in Europa

(asse delle ordinate: variazioni percentuali; asse delle ascisse: anni dopo l'impatto)



Fonti: Eurostat, FT fDi Intelligence ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: l'acronimo "RDM" sta per "resto del mondo". Il grafico mostra gli effetti stimati sui progetti annunciati per gli IDE greenfield derivanti da uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica che determina un aumento immediato pari all'1 per cento della componente energetica dell'IPP. Il periodo del campione è 2003-2019. Poiché l'ETS è entrato in vigore nel 2005, la serie storica estesa non influenza significativamente i risultati. La specifica segue l'equazione $\Delta_h Y_{ijt+h} = \alpha_i^h + \beta_h S_t + \Sigma_h X_{i,t-1} + \varepsilon_{ijt+h}$, dove Y_{ijt+h} è la variabile dipendente di interesse a un orizzonte h tra i paesi i e j ; $X_{i,t-1}$ include un insieme di controlli macroeconomici, tra cui la variabile dipendente ritardata. Le linee continue mostrano le risposte a impulso stimate, mentre le aree ombreggiate rappresentano intervalli di confidenza del 90 per cento basati su errori standard Driscoll-Kraay robusti rispetto alla correlazione seriale e alla dipendenza intersettoriale.

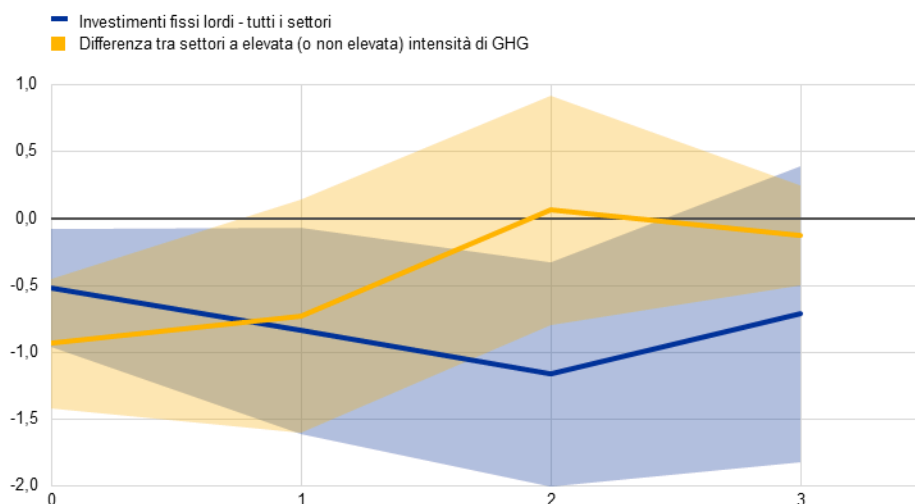
Sembra esserci anche un effetto avverso sugli investimenti interni in Europa.

In risposta a uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica che aumenta la componente energetica dell'IPP dell'1 per cento, gli investimenti fissi lordi complessivi dell'UE diminuiscono dello 0,5 per cento nel primo anno e il calo cumulato supera l'1 per cento dopo due anni (cfr. il grafico B). Va notato, tuttavia, che le stime sono caratterizzate da notevole incertezza. La diminuzione è riconducibile al fatto che l'aumento dei prezzi delle emissioni di anidride carbonica funge da imposta sulla produzione delle imprese e riduce l'attività economica complessiva, compensando l'aumento degli investimenti destinati a riequilibrare i processi di produzione delle imprese verso fonti energetiche verdi.

Grafico B

Impatto di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sugli investimenti fissi lordi nell'UE

(asse delle ordinate: variazioni percentuali; asse delle ascisse: anni dopo l'impatto)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: l'acronimo "GHG" sta per gas a effetto serra ("greenhouse gas"). Il grafico mostra l'effetto stimato di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica che comporta un aumento immediato pari all'1 per cento della componente energetica dell'IPP. La specifica è la stessa di quella descritta nelle note del grafico A. I settori a elevata intensità di gas a effetto serra sono quelli con emissioni superiori alla mediana (in proporzione al loro valore aggiunto).

I settori caratterizzati da elevate emissioni di anidride carbonica sono anche quelli che hanno subito le principali conseguenze di uno shock ai prezzi di tali emissioni⁸. La flessione degli investimenti in termini aggregati è attribuibile principalmente ai settori delle costruzioni, dei trasporti e della manifattura (cfr. il grafico C). Inoltre, le attività minerarie ed estrattive, benché caratterizzate da elevate emissioni di anidride carbonica, non sono state colpite in misura significativa dagli shock ai prezzi delle emissioni. Ciò è molto probabilmente dovuto all'introduzione di quote gratuite in questo settore⁹.

È opportuno considerare tali dati nel contesto di altri studi che mostrano come l'ETS non abbia né ridotto l'attività economica, né determinato una significativa rilocalizzazione delle emissioni di anidride carbonica¹⁰. Di fatto, la riduzione delle emissioni ottenuta tramite l'ETS è attribuibile principalmente a effettivi cali di emissioni e non al trasferimento della produzione in regioni con normative ambientali meno rigorose. Inoltre, esempi europei mostrano che se l'applicazione di prezzi alle emissioni è integrata da un supporto ambizioso da parte delle amministrazioni pubbliche alla tecnologia avanzata, ne può scaturire un rafforzamento reciproco e può esserci un ritorno economico dall'investimento nella decarbonizzazione¹¹.

⁸ I settori con elevate emissioni sono quelli, nella classificazione NACE a due cifre, con emissioni di gas a effetto serra (in proporzione al loro valore aggiunto) superiori alla mediana.

⁹ Per risultati analoghi, cfr. Matzner, A. e Steininger, L., "Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases", *Working Paper Series*, n. 2958, BCE, luglio 2024.

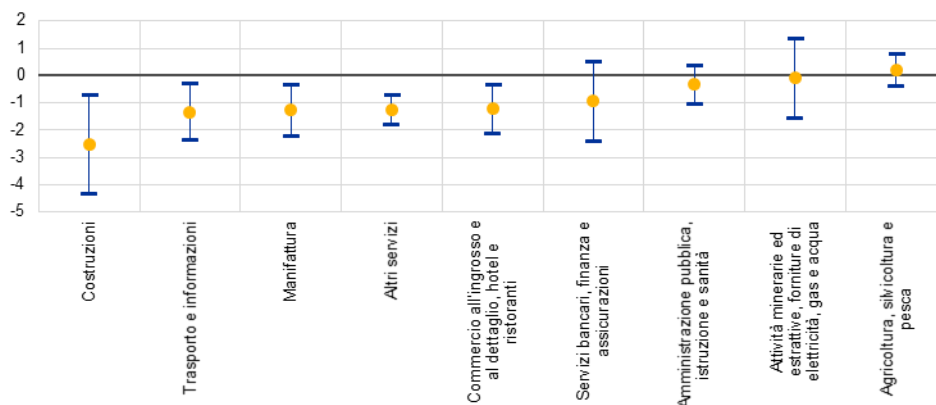
¹⁰ Cfr. Colmer et al., op. cit., che non presenta alcuna evidenza di una rilocalizzazione delle emissioni a seguito dell'ETS nelle sue prime due fasi, sulla base di un'analisi di dati amministrativi francesi.

¹¹ Cfr. Anderson et al., op. cit.

Grafico C

Impatto di uno shock ai prezzi delle emissioni di anidride carbonica sugli investimenti fissi lordi nell'UE, per settore

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i baffi mostrano l'impatto su ogni settore. I raggruppamenti seguono la metodologia di Känzig, op. cit., come impiegata anche in Matzner e Steiniger, op. cit. La specifica di regressione è la stessa di quella descritta nelle note del grafico A.

L'analisi suggerisce che prezzi più elevati delle emissioni di anidride carbonica potrebbe inibire temporaneamente gli investimenti interni e dirottare gli IDE mondiali al di fuori dall'Europa, ma i benefici a più lungo termine possono compensare in larga misura tali effetti sul breve periodo¹².

È necessaria un'analisi più completa, che contempli altresì i benefici di lungo periodo legati all'affrancamento dai combustibili fossili e al potenziamento dell'indipendenza energetica dell'Europa. Parallelamente a regolamentazioni più severe in termini di copertura dei settori e di diritti alle emissioni, la Commissione europea ha introdotto un meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (Carbon Border Adjustment Mechanism, CBAM). Esso contribuisce a tutelare le imprese europee da una possibile concorrenza sleale estera e a ristabilire condizioni di parità concorrenziale, imponendo alle imprese europee importatrici un dazio proporzionale alle emissioni derivanti dai processi di produzione estera dei beni che importano¹³. Questo, insieme a politiche complementari, allo studio in questo momento, sosterrà la capacità produttiva futura dell'Europa e la sua competitività nei confronti degli altri paesi¹⁴.

¹² Gli effetti sui flussi di investimenti e di IDE greenfield sono rilevanti, ma in linea con la letteratura contemporanea che prende in considerazione la quarta fase dell'adozione dell'ETS, derivante dalle modifiche alla regolamentazione annunciate durante la terza fase, come nel presente riquadro. Esempi di tali annunci includono l'emendamento al Regolamento delle vendite all'asta e l'adozione della Decisione delegata sulla rilocalizzazione delle emissioni di carbonio per il 2021-2030.

¹³ Per maggiori dettagli, cfr. la pagina Internet sul [CBAM](#).

¹⁴ Cfr. Bijmens, G., Duprez, C. e Hutchinson, J., "Obstacles to the greening of energy-intensive industries", *Il Blog della BCE*, 17 settembre 2024.

Quali segnali economici possono essere desunti misurando l'incertezza?

a cura di Malin Andersson, Alina Bobasu e Roberto A. De Santis

Nonostante il suo ruolo preminente in molte decisioni economiche, l'incertezza non è direttamente misurabile, il che rende difficile valutare con precisione il suo impatto. Nei periodi di elevata incertezza, le famiglie e le imprese potrebbero ritardare o annullare i loro piani di spesa e di investimento, il che a propria volta frena l'attività economica¹. Poiché l'incertezza non è direttamente osservabile, il presente riquadro valuta i segnali recenti provenienti da diversi indicatori indiretti, suddividendoli in quelli espressamente connessi alla situazione economica a breve termine e quelli che riflettono questioni di politica economica sul lungo periodo. Vengono inoltre esaminate le implicazioni che tali misure comportano per le principali variabili macroeconomiche.

L'incertezza relativa alla situazione economica a breve termine viene solitamente monitorata utilizzando una combinazione di indicatori statistici, finanziari e basati su indagini congiunturali. Per l'area dell'euro, una misura fondamentale è l'indice di incertezza macroeconomica, sviluppato da Jurado et al., che definisce l'incertezza come la volatilità degli errori di previsione su un orizzonte di tre mesi per un'ampia gamma di indicatori economici². Un ulteriore segnale indiretto è la discordanza fra previsioni di Consensus Economics, che coglie la dispersione nei pronostici a un anno relativi alla crescita del PIL in termini reali, della produzione industriale, dei consumi e degli investimenti privati, nonché all'inflazione misurata sullo IAPC e ai tassi di interesse a lungo termine. La Commissione europea fornisce inoltre una misura dell'incertezza economica basata sulle indagini, che riflette la difficoltà di imprese e consumatori nel formulare previsioni sulla situazione aziendale e sulle condizioni finanziarie delle famiglie. Infine, per misurare le tensioni finanziarie la BCE ha sviluppato l'indicatore composito dello stress sistemico (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS), costruito utilizzando una serie di variabili desunte dal mercato e provenienti da più segmenti del sistema finanziario.

Vi sono anche misure di incertezza connesse a questioni politiche a più lungo termine. Una di queste è l'indice di incertezza relativo alla politica economica (Economic Policy Uncertainty) per l'area dell'euro basato sulle notizie, che monitora la frequenza con cui vengono menzionate parole specifiche connesse a tale tema

¹ Alcuni tipi di incertezza, come quello legato alla recente impennata degli investimenti nell'intelligenza artificiale, possono anche provocare un aumento negli investimenti e nell'attività economica (cfr. Ludvigson, S.C., Ma, S. e Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, n. 4, 2021, pagg. 369-410).

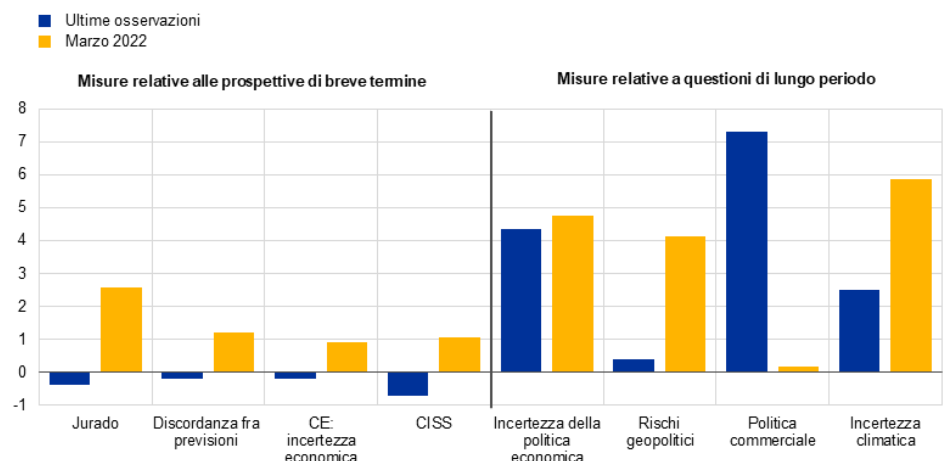
² Cfr. Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, 2015, pagg. 1177-1216 e Scotti, C., "Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 82, 2016, pagg. 1-19.

negli articoli di giornale. Altri tre indicatori basati sull'analisi testuale mostrano l'incertezza che caratterizza la geopolitica, il commercio e le politiche climatiche³.

Le misure che colgono i timori circa la situazione economica nel breve periodo mostrano attualmente livelli di incertezza relativamente bassi, mentre appaiono più elevati quelli relativi alle politiche a più lungo termine (cfr. il grafico A). Sebbene tutti questi indicatori si siano innalzati bruscamente durante l'invasione russa dell'Ucraina, da allora le misure relative alle prospettive a breve termine sono tornate alle loro medie storiche⁴. Al contrario, la maggior parte degli indicatori di incertezza connessi alle politiche economiche è ancora significativamente al di sopra di tali medie, riflettendo la polarizzazione politica in atto, la regolamentazione attesa e la transizione energetica mondiale⁵.

Grafico A Misure dell'incertezza

(variazioni standardizzate, in punti percentuali)



Fonti: Jurado et al.¹⁾, Consensus Economics, Commissione europea, Baker et al.²⁾, Caldara et al.³⁾, Caldara et al.⁴⁾, Gavrilidis⁵⁾ ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le serie sono standardizzate sul campione 1999-2019, ad eccezione di quella relativa all'incertezza economica della Commissione europea, che è standardizzata per il periodo aprile 2019 - settembre 2024, data la limitata ampiezza del campione. L'incertezza sulla politica economica è la media ponderata delle misure standardizzate specifiche per paese di Germania, Francia, Italia e Spagna. Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2024 per Jurado e per l'incertezza climatica, a ottobre 2024 per la discordanza fra previsioni e a novembre 2024 per l'incertezza economica della Commissione europea (CE), il CISS, l'incertezza sulla politica economica, il rischio geopolitico e la politica commerciale.

1) Jurado, K., Ludvigson, S.C. e Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, vol. 105, n. 3, marzo 2015.

2) Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty" *Working Papers*, n. 21633, National Bureau of Economic Research, ottobre 2015.

3) Caldara, D. e Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, vol. 112, n. 4, 2021, pagg. 1194-1225.

4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molloy, P., Prestipino, A. e Raffa, A., "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *International Finance Discussion Papers*, n. 1256, settembre 2019.

5) Gavrilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, May 2021.

Inoltre, un indice di rischio ricavato dagli annunci degli utili suggerisce che le percezioni del rischio per molte delle sopracitate incertezze siano diminuite

³ Per ulteriori informazioni sulla metodologia utilizzata cfr. Baker, S.R., Bloom, N. e Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n. 4, 2016, pagg. 1593-1636 e Gavrilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", Università di Stirling, maggio 2021.

⁴ Cfr. il riquadro 2 *L'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sull'attività dell'area dell'euro attraverso il canale dell'incertezza* nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

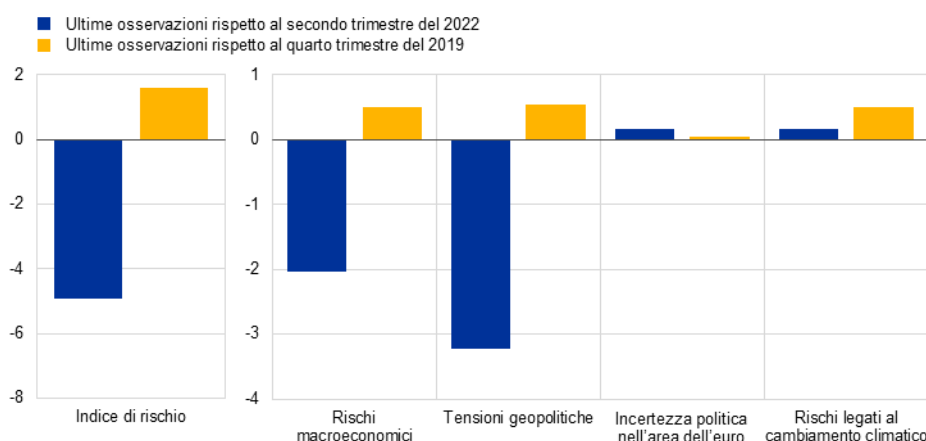
⁵ L'incertezza sulle politiche economiche è stata particolarmente elevata in Germania e in Francia.

rispetto ai picchi raggiunti nella primavera del 2022, pur rimanendo al di sopra dei livelli precedenti la pandemia (cfr. il grafico B)⁶. L'indice misura la percentuale di una serie di rischi specifici come quota di tutti quelli menzionati negli annunci degli utili delle società quotate in borsa dell'area dell'euro⁷. Sebbene essi non possano essere associati precisamente alle categorie di incertezza già citate, questo indice conferma il fatto che la percezione del rischio per numerose delle incertezze percepite sia diminuita notevolmente rispetto ai picchi osservati nella primavera del 2022. Nel contempo rimangono elevati i timori legati alle tensioni geopolitiche e al clima.

Grafico B

Indice di rischio ricavato dagli annunci degli utili

(percentuale di tutti i rischi menzionati, variazioni in punti percentuali)



Fonti: NL Analytics ed elaborazioni della BCE.

Note: i "rischi macroeconomici" si riferiscono alle indicazioni legate alla catena di approvvigionamento e alle condizioni di finanziamento; le "tensioni geopolitiche" sono relative a Ucraina e Medio Oriente; l'"incertezza politica nell'area dell'euro" si riferisce ai rischi politici nell'area dell'euro nel suo complesso o nei paesi membri; infine i "rischi legati al cambiamento climatico" sono connessi alla menzione di termini quali "anidride carbonica", "clima" e "politica". Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

Aumenti dell'incertezza sono tipicamente associati a un PIL in termini reali più basso e a un impatto avverso sugli investimenti delle imprese più marcato che sui consumi (cfr. il grafico C). Per analizzare le implicazioni della crescente incertezza, si stimano modelli autoregressivi vettoriali bayesiani (BVAR) in un campione che va dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2024⁸. I modelli incorporano il PIL in termini reali, i consumi privati e gli investimenti delle imprese, il deflatore del PIL e una misura dell'incertezza (rischio) per volta⁹. I risultati

⁶ Pur muovendosi congiuntamente, le misure dell'"incertezza" differiscono da quelle del "rischio", nel senso che l'incertezza si verifica quando le informazioni per prevedere gli andamenti sono insufficienti o non disponibili, mentre il rischio è associato alla probabilità di uno specifico evento economico.

⁷ Per ulteriori dettagli sulla metodologia, cfr. il riquadro 2 [Informazioni dagli annunci degli utili agli investitori circa la percezione del rischio e il clima di fiducia nelle imprese](#) nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

⁸ La stima è corretta, in linea con Lenza e Primiceri (2022), per tenere conto delle perturbazioni economiche uniche causate dalla pandemia di COVID-19 (cfr. Lenza, M. e Primiceri, G.E., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n. 4, 2022, pagg. 688-699).

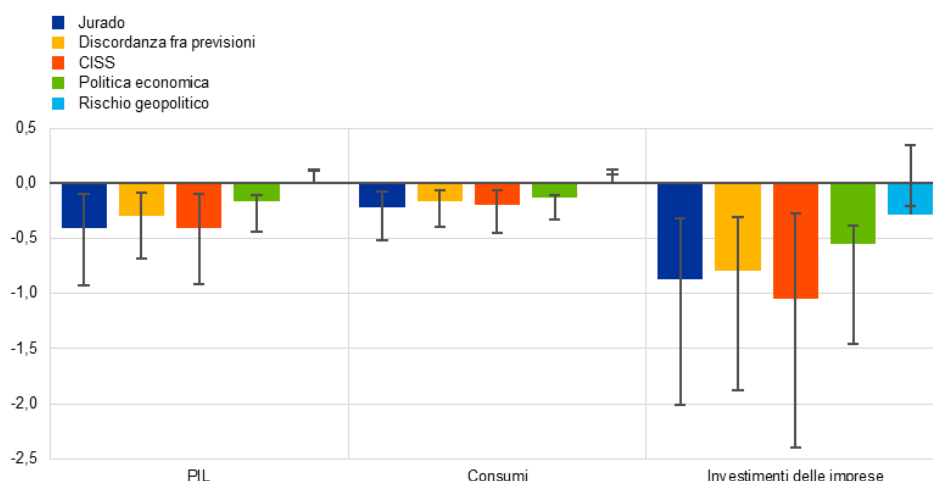
⁹ Poiché le misure di incertezza commerciale e climatica riguardano aree specifiche direttamente esposte alle fluttuazioni degli scambi e alla politica ambientale, il presente riquadro non ne esamina le implicazioni di più ampio respiro per l'attività economica. Allo stesso tempo, l'indice di rischio non è incluso nell'esercizio empirico dato il breve periodo di tempo del campione.

suggeriscono che per tutte le misure, ad eccezione del rischio geopolitico, l'aumento dell'incertezza è associato a un calo del PIL in termini reali, dei consumi privati e degli investimenti delle imprese, che diminuiscono in maniera molto più pronunciata rispetto ai consumi¹⁰.

Grafico C

Impatto di aumenti delle misure di incertezza

(deviazione percentuale dal trend)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: i modelli BVAR includono il PIL, i consumi, gli investimenti delle imprese, il deflatore del PIL e una delle misure dell'incertezza (rischio) per volta. Le stime dei modelli sono elaborate su dati trimestrali, nel periodo dal primo trimestre del 1999 al secondo trimestre del 2024, e l'identificazione si basa su un approccio di "scomposizione di Cholesky" con la misura dell'incertezza ordinata per prima. Nondimeno, i risultati sono robusti in termini di implicazioni avverse per l'attività economica quando la misura dell'incertezza è ordinata per ultima. L'aumento dell'incertezza riflette l'incremento di una deviazione standard nella misura dell'incertezza. I risultati riportati nel grafico si riferiscono agli effetti dopo quattro trimestri. I "baffi" si riferiscono a intervalli di credibilità del 68 per cento.

L'incertezza sulla situazione economica di breve periodo non sembra aver finora influito in misura rilevante sull'attività in corso; tuttavia, è probabile che rimanga rilevante quella relativa alle questioni politiche di più lungo periodo.

Sebbene l'incertezza derivata dagli indicatori economici a breve termine sia stata contenuta di recente, rispetto ai precedenti periodi di picco, è probabile che quella sulle politiche economiche rimanga elevata, di riflesso alla natura persistente e in evoluzione delle questioni interne. Allo stesso modo, nei prossimi trimestri l'incertezza relativa alle questioni di policy dovrebbe continuare a gravare sull'attività economica, in particolare sugli investimenti delle imprese.

¹⁰ Cfr. anche De Santis, R.A. e Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation", *Working Paper*, n. 2727, BCE, 2022 e Bobasu, A., Quaglietti, L. e Ricci, M., "Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area", *IMF Economic Review*, Fondo monetario internazionale, vol. 72, n. 2, 2024, pagg. 820-857.

Le determinanti dell'elevato tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro

a cura di Alina Bobasu, Johannes Gareis e Grigor Stoevsky

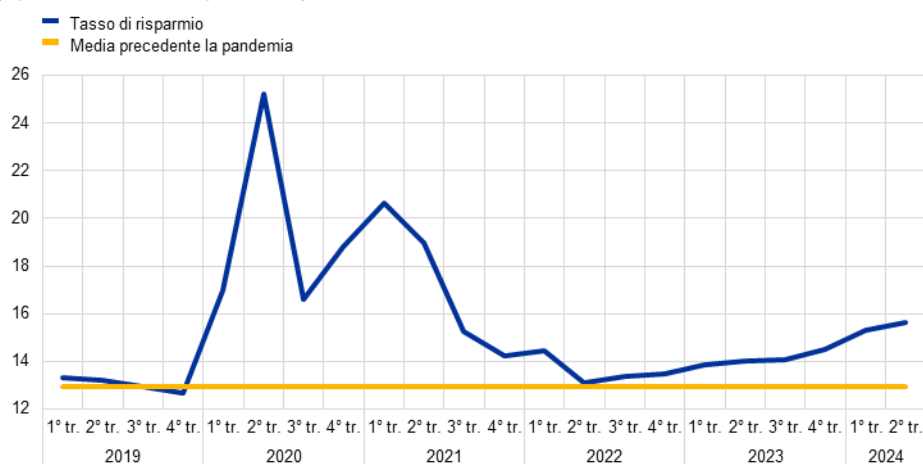
Dopo aver segnato un brusco rialzo nel 2020 per effetto della pandemia, a metà del 2022 il tasso di risparmio delle famiglie nell'area dell'euro era tornato alla media pre-pandemica, tuttavia da allora è risalito sensibilmente.

Il tasso di risparmio destagionalizzato delle famiglie dell'area dell'euro, riportato dall'Eurostat nei conti settoriali trimestrali, è aumentato bruscamente dopo l'insorgere della pandemia di COVID-19¹. Tale incremento è stato principalmente determinato dalle misure di chiusura (lockdown) imposte per contenere la diffusione del virus, che hanno frenato i consumi, mentre i provvedimenti adottati dai governi hanno contribuito a sostenere i redditi disponibili². Con la sostanziale revoca delle restrizioni entro fine 2022, il tasso di risparmio si è riportato sulla media precedente la pandemia (cfr. il grafico A). È tuttavia tornato ad aumentare negli ultimi due anni, mentre la spesa per consumi è rimasta debole. Il presente riquadro esamina i principali fattori economici alla base del recente incremento del tasso di risparmio, approfondendo le implicazioni a breve termine per i consumi privati.

Grafico A

Tasso di risparmio delle famiglie

(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonti: BCE ed Eurostat (conti settoriali trimestrali) ed elaborazioni della BCE.

Note: dati destagionalizzati. La media precedente la pandemia è calcolata sul periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2019.

La forte crescita del reddito ha contribuito al recente aumento del tasso di risparmio delle famiglie.

Negli ultimi due anni il reddito reale delle famiglie è cresciuto del 3,8 per cento, grazie al marcato incremento sia del reddito da lavoro sia di quello non da lavoro (cfr. il grafico B). L'aumento di quest'ultimo, che include il

¹ I conti settoriali trimestrali per l'area dell'euro sono compilati congiuntamente dalla BCE e dall'Eurostat.

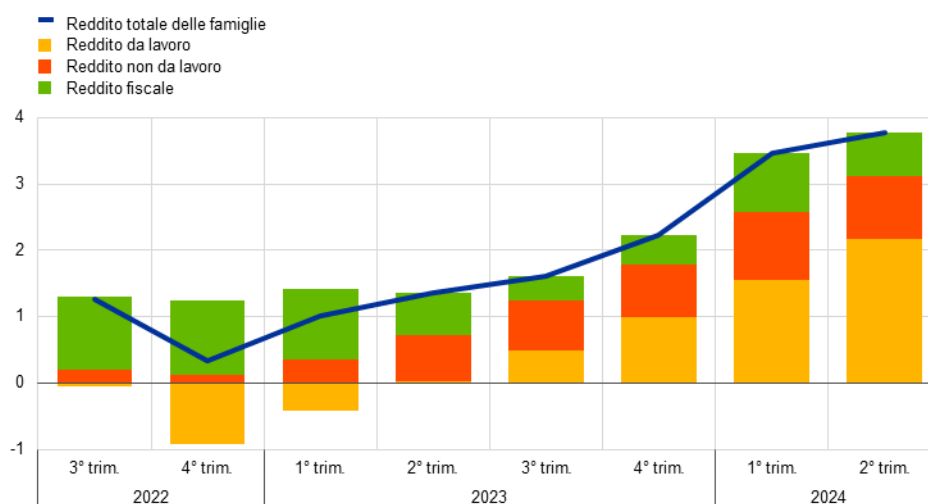
² Cfr. il riquadro 5 *COVID-19 e aumento del risparmio delle famiglie: scelta precauzionale o forzata?* nel numero 6/2020 di questo Bollettino.

reddito da lavoro autonomo, il reddito netto da interessi, i dividendi e i canoni di locazione, favorisce in modo particolare i risparmi³. Ciò riflette il fatto che il reddito non da lavoro è in prevalenza percepito dalle famiglie più ricche, che generalmente risparmiano in misura maggiore rispetto a quelle più povere⁴. A partire dal terzo trimestre del 2022, inoltre, la crescita del reddito reale è stata anche sorretta dalle politiche di bilancio, per effetto, in larga parte, delle misure discrezionali volte ad attenuare l'impatto dello shock subito dai prezzi dell'energia, che hanno incluso ingenti sostegni al reddito non mirati. Il fatto che anche le famiglie più ricche abbiano beneficiato di tali misure e consumino una quota inferiore del proprio reddito potrebbe aver contribuito all'aumento del tasso di risparmio⁵.

Grafico B

Andamenti del reddito reale delle famiglie

(variazioni percentuali a partire dal secondo trimestre 2022 e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE ed Eurostat (conti settoriali trimestrali) ed elaborazioni della BCE.

Note: dati destagionalizzati. Il reddito da lavoro è calcolato come il costo del lavoro dipendente; il reddito non da lavoro include il reddito da lavoro autonomo, il reddito netto da interessi, i dividendi e i canoni di locazione; il reddito fiscale è calcolato come componente residuale. Al fine di ottenere valori reali, tutte le componenti dei redditi delle famiglie sono deflazionate mediante il deflatore dei consumi privati ricavato dalle contabilità nazionali.

Malgrado la forte crescita segnata dal loro reddito negli ultimi due anni, le famiglie hanno mantenuto un atteggiamento cauto nei confronti della propria spesa. Dopo la ripresa seguita alla pandemia, la crescita dei consumi privati in termini reali si è notevolmente indebolita a fronte del marcato incremento dell'inflazione e del conseguente inasprimento della politica monetaria. L'aumento dell'inflazione è stato in gran parte determinato dal significativo rincaro dei beni energetici e alimentari, che ha comportato una flessione relativamente brusca dei loro consumi⁶. I successivi rialzi dei tassi di interesse hanno incoraggiato il risparmio e probabilmente frenato i consumi di beni più dei consumi di servizi. I consumi di

³ Cfr. anche il riquadro 5 [Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie](#) nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

⁴ Cfr., ad esempio, Bańkowska, K. et al., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, dicembre 2021.

⁵ Cfr. l'articolo 1 [Politiche di bilancio e inflazione elevata](#) nel numero 2/2023 di questo Bollettino.

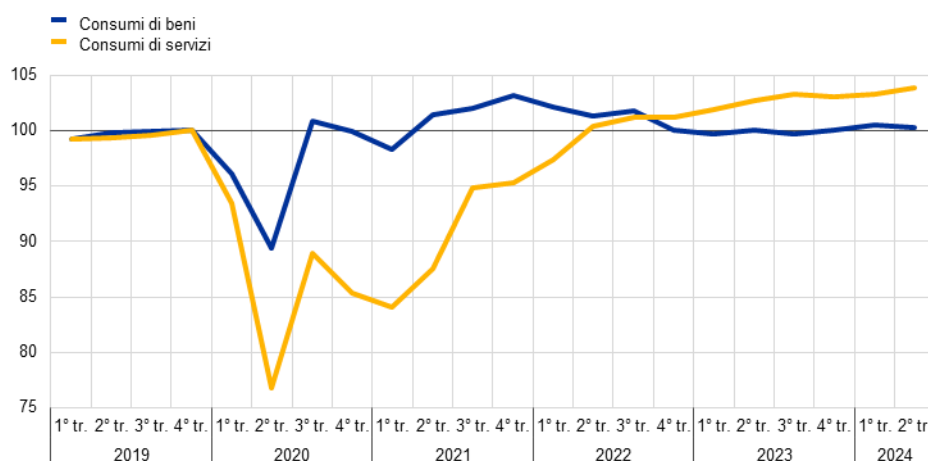
⁶ Cfr. il riquadro 3 [L'impatto dei rincari dell'energia sul consumo di beni e servizi nell'area dell'euro](#) nel numero 8/2022 di questo Bollettino e il riquadro 3 [L'adeguamento dei comportamenti di spesa e di risparmio delle famiglie a fronte dell'inflazione elevata](#) nel numero 2/2024 di questo Bollettino.

beni durevoli sono stati particolarmente colpiti, in quanto più sensibili ai tassi di interesse rispetto ai servizi⁷. Nel complesso, all'inizio del 2023, i consumi di beni sono scesi al di sotto del livello precedente la pandemia e hanno perlopiù ristagnato negli ultimi due anni. Allo stesso tempo i consumi di servizi hanno continuato ad aumentare, ma a un ritmo più moderato (cfr. il grafico C).

Grafico C

Consumi di beni e servizi delle famiglie in termini reali

(4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: dati destagionalizzati. I dati sui consumi di beni e sui consumi di servizi sono ricavati dall'aggregazione dei dati disponibili sui consumi delle famiglie in termini reali suddivisi per finalità.

Negli ultimi due anni, con il brusco rialzo dell'inflazione, la ricchezza netta reale delle famiglie è diminuita, accrescendo il loro incentivo a ricostituirla.

La ricchezza netta delle famiglie, che include le attività immobiliari, i depositi, le obbligazioni e le azioni, al netto delle passività costituite da strumenti di debito, è significativamente aumentata all'indomani della pandemia, sostenuta dall'accumulo dei risparmi legati alla fase dell'emergenza sanitaria. Dopo la pandemia ha continuato a crescere in termini nominali, sebbene a un ritmo più moderato (cfr. il grafico D)⁸. In termini reali, tuttavia, la ricchezza netta delle famiglie ha iniziato a diminuire nel 2022 e nel corso del 2023 è tornata al livello precedente la pandemia. Questo calo ha probabilmente contribuito al recente incremento del tasso di risparmio delle famiglie, rappresentando per queste ultime un incentivo a ricostituire la propria ricchezza netta reale⁹.

⁷ Cfr. il riquadro 4 [La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi](#) nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

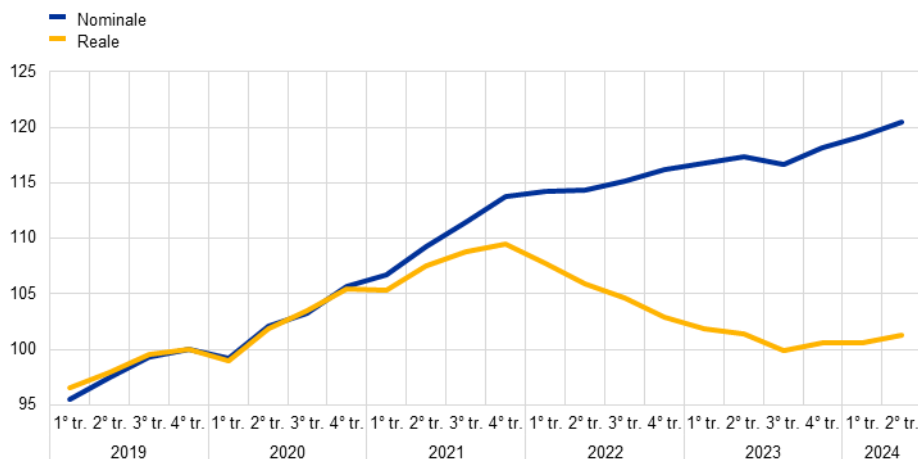
⁸ Cfr. il riquadro ["Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption"](#), *Previsioni economiche d'inverno 2024*, Commissione europea, 2024.

⁹ Per un'analisi dettagliata dell'impatto dell'inflazione e della politica monetaria sulla distribuzione della ricchezza, cfr. l'articolo 2 [I conti distributivi sulla ricchezza delle famiglie dell'area dell'euro](#) nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

Grafico D

Ricchezza netta delle famiglie

(4° trim. 2019 = 100)



Fonti: Eurostat, BCE ed Eurostat (conti settoriali trimestrali) ed elaborazioni della BCE.

Nota: al fine di ottenere valori reali, la ricchezza netta delle famiglie è deflazionata mediante il deflatore dei consumi privati ricavato dalle contabilità nazionali.

Un modello basato sulle serie storiche per i consumi delle famiglie che utilizza determinanti macroeconomiche standard contribuisce a dare maggiori indicazioni sui fattori economici all'origine del recente aumento del tasso di risparmio. Un modello a correzione di errore in forma ridotta combina le dinamiche sia a lungo sia a breve termine per spiegare la crescita trimestrale dei consumi¹⁰. Nel lungo periodo il livello dei consumi reali delle famiglie è determinato dal livello del loro reddito reale, dalla loro ricchezza netta reale e dai tassi di interesse reali. Nel breve periodo a spiegare la dinamica dei consumi contribuiscono anche altri fattori di natura ciclica, come il clima di fiducia dei consumatori, che riflette le motivazioni precauzionali del risparmio. Il modello scompone la variazione del tasso di risparmio delle famiglie in quattro fattori (reddito, ricchezza, tassi di interesse e clima di fiducia dei consumatori), data la crescita del reddito reale delle famiglie¹¹.

L'evidenza empirica suggerisce che l'aumento dei redditi reali e gli elevati tassi di interesse reali, unitamente agli effetti ricchezza reale negativi, hanno spinto verso l'alto il risparmio delle famiglie negli ultimi due anni. Secondo i risultati del modello, l'aumento del tasso di risparmio delle famiglie tra il secondo trimestre del 2022 e il secondo trimestre del 2024 può essere attribuito in larga misura a effetti di reddito, in quanto i consumi delle famiglie non si sono adeguati immediatamente al forte aumento dei redditi reali. Anche gli effetti dei tassi di interesse e gli effetti ricchezza hanno svolto un ruolo importante (cfr. il grafico E).

¹⁰ Cfr. anche de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. e Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", *Working Paper Series*, n. 2343, BCE, dicembre 2019.

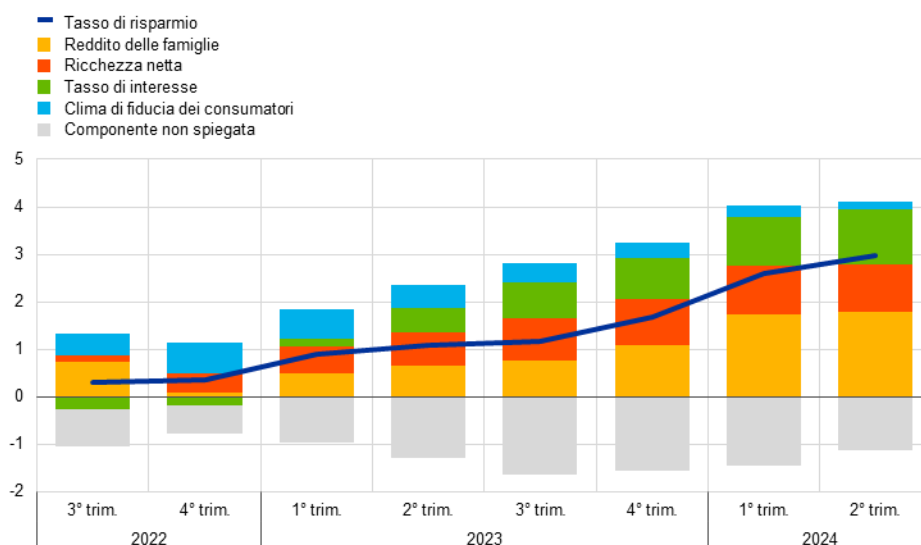
¹¹ I parametri del modello sono stimati utilizzando i dati relativi al periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e l'ultimo trimestre del 2019. Al fine di ottenere valori reali, il reddito e la ricchezza netta delle famiglie sono deflazionati mediante il deflatore dei consumi privati ricavato dalle contabilità nazionali. Il tasso di interesse reale è misurato dall'Euribor a tre mesi corretto per il tasso atteso di inflazione al consumo sui dodici mesi ricavato dall'indagine della Commissione europea presso i consumatori, che per il periodo mancante tra il primo trimestre del 1999 e l'ultimo trimestre del 2003 è retrodatato utilizzando il tasso effettivo di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC. Il clima di fiducia dei consumatori è espresso in termini di deviazioni dalla sua media pre-pandemica di lungo periodo.

Al tempo stesso, inoltre, le motivazioni precauzionali hanno avuto un impatto positivo sul risparmio, in particolare nel 2022 dopo l'invasione russa dell'Ucraina, che ha determinato un peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Tuttavia, l'importanza di tali motivazioni sembra essere diminuita, dato che il clima di fiducia dei consumatori ha segnato una graduale ripresa dal calo della seconda metà del 2022¹². Infine, i fattori illustrati non chiariscono pienamente la variazione del tasso di risparmio negli ultimi due anni e ciò è evidenziato dalla componente non spiegata della scomposizione: essa segnala fattori non modellizzati che, congiuntamente, hanno gravato sull'aumento del tasso di risparmio dalla metà del 2022. Tuttavia, questa prospettiva cumulata cela il fatto che la crescita del risparmio negli ultimi tre trimestri è stata superiore a quanto precedentemente previsto e suggerito dal modello. Molto probabilmente ciò riflette una maggiore inerzia dei consumi e un adeguamento più graduale della spesa delle famiglie al loro crescente potere d'acquisto e al calo degli shock negativi rispetto a quanto implicito nelle regolarità storiche¹³.

Grafico E

Contributi alla variazione del tasso di risparmio delle famiglie: una scomposizione basata su modello

(variazioni in punti percentuali a partire dal secondo trimestre del 2022 e contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat, BCE, BCE ed Eurostat (conti settoriali trimestrali) ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico mostra i contributi del reddito reale delle famiglie, della ricchezza netta reale, dei tassi di interesse reali e del clima di fiducia dei consumatori alle variazioni cumulate del tasso di risparmio delle famiglie a partire dal secondo trimestre del 2022, sulla base di un modello a correzione di errore stimato per la crescita dei consumi privati e assumendo come data la crescita del reddito reale delle famiglie.

In prospettiva, il tasso di risparmio delle famiglie si manterrà probabilmente elevato nel breve periodo, ma dovrebbe scendere al di sotto del suo livello attuale in futuro. Poiché è probabile che i fattori principali (l'aumento dei redditi

¹² Cfr. il riquadro 3 *Perché le famiglie dell'area dell'euro rimangono pessimiste e quali sono le implicazioni per i consumi privati?* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

¹³ Un altro fattore, che non è incluso nel modello e potrebbe aver contribuito agli accresciuti tassi di risparmio osservati di recente, è connesso all'elevato livello di incertezza che caratterizza le questioni di politica economica a più lungo termine; cfr. il riquadro 3 *Quali segnali economici possono essere desunti misurando l'incertezza?* in questo numero del Bollettino.

reali, gli elevati tassi di interesse reali e gli incentivi a ricostituire la ricchezza reale) persistano per qualche tempo, il tasso di risparmio dovrebbe mantenersi elevato nel breve periodo, benché in qualche misura al di sotto del più recente valore massimo raggiunto, riflettendo, in parte, la moderazione dei tassi di interesse. Il probabile calo del tasso di risparmio, unitamente al protrarsi della forte crescita dei redditi da lavoro in termini reali, dovrebbe favorire la dinamica dei consumi privati.

La trasmissione della politica monetaria all'inflazione di beni e servizi: una prospettiva granulare

a cura di Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka e Catalina Martínez Hernández

La politica monetaria influenza i prezzi al consumo attraverso diversi canali, mentre il suo impatto, in termini sia di rapidità sia di intensità, varia a seconda delle categorie di consumo. La forte crescita inflazionistica successiva alla pandemia è stata causata da una combinazione senza precedenti di shock, tra cui le interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, gli shock energetici e il forte recupero della domanda emerso in seguito alla riapertura delle attività economiche. La BCE ha reagito vigorosamente, modificando l'orientamento accomodante di politica monetaria che aveva sostenuto l'economia durante la pandemia e portandolo in territorio restrittivo. Il processo di disinflazione complessivo che ne è conseguito ha riflesso il venir meno degli shock dal lato dell'offerta e l'efficacia della politica di rialzo dei tassi di interesse, netta e risoluta. Allo stesso tempo, il processo di disinflazione è stato accompagnato dalla dinamica persistente dell'inflazione di fondo, calcolata utilizzando l'indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX). Il presente riquadro esamina l'eterogeneità della trasmissione degli shock di politica monetaria all'inflazione dell'area dell'euro, soffermandosi in particolare sul diverso comportamento dei singoli prezzi dei beni e servizi inclusi nell'HICPX. L'analisi approfondita di tale indice consente di ottenere indicazioni rilevanti sugli andamenti di una componente dell'inflazione che si ritiene sia generalmente in grado di cogliere le dinamiche più persistenti.

La valutazione della trasmissione della politica monetaria ai prezzi disaggregati può essere complementare alle analisi standard sull'inflazione aggregata. Il presente riquadro illustra una stima dell'impatto degli shock di politica monetaria sui prezzi di ciascuna delle 72 voci COICOP-4 che fanno parte del paniere dell'HICPX¹. Dopo una stima con modelli autoregressivi vettoriali bayesiani (BVAR) specifici per voce², si classificano le singole voci di beni e servizi in tre categorie di sensibilità, in base alla loro reattività agli shock di politica monetaria su un orizzonte triennale: a) altamente sensibile; b) moderatamente sensibile e c) non

¹ La classificazione dei consumi individuali secondo la funzione (Classification of Individual Consumption by Purpose, COICOP) uniforma le voci del paniere dei consumi nei vari paesi. Il sistema di classificazione a quattro cifre nell'area dell'euro include 93 categorie di prezzi. Per ulteriori informazioni, cfr. il [sito Internet dell'Eurostat](#).

² Sulla base di Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. e Martínez Hernández, C., "[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)", *Working Paper Series*, n. 3003, BCE, Francoforte sul Meno, 2024. La stima utilizza modelli autoregressivi vettoriali bayesiani (BVAR) specifici per voce con una serie di controlli macrofinanziari. Il campione varia a seconda delle voci e si riferisce al periodo compreso tra i primi anni 2000 e settembre 2023. Gli shock di politica monetaria sono quelli illustrati in Jarocinski, M. e Karadi, P., "[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12(2), 2020, pagg. 1-43. Gli shock sono stati aggiornati utilizzando la banca dati relativa alle sorprese descritte in Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. e Ragusa, G., "[Measuring euro area monetary policy](#)", *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, 2019, pagg. 162-179.

sensibile^{3,4}. In tal modo è possibile valutare quali voci nel paniere dell'inflazione di fondo reagiscono vigorosamente agli shock di politica monetaria, nonché individuare quali voci reagiscono rapidamente e quali invece solo dopo sostanziali ritardi. Tali informazioni forniscono preziose indicazioni sulla trasmissione della politica monetaria all'inflazione aggregata nell'area dell'euro.

La categoria dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) comprende un numero di voci classificate come sensibili alla politica monetaria maggiore rispetto alla categoria dei servizi. Le voci altamente o moderatamente sensibili alla politica monetaria rappresentano il 33 per cento del paniere dell'HICPX dell'area dell'euro e sono costituite da una percentuale maggiore di beni industriali non energetici (44 per cento) rispetto ai servizi (26 per cento)⁵. In generale, la categoria delle voci sensibili (nella quale sono presenti voci altamente e moderatamente sensibili) è composta da una combinazione di beni durevoli, semidurevoli e non durevoli, mentre i servizi sensibili sono principalmente connessi ai servizi ricreativi e di trasporto. Il grafico A mostra l'impatto massimo degli shock di politica monetaria su un insieme di singole voci identificate come altamente sensibili. Nel complesso, si osserva una notevole eterogeneità nell'intensità della trasmissione della politica monetaria alle singole voci incluse in tale categoria. In media, tra le voci altamente sensibili presentate nel grafico A, l'impatto massimo della politica monetaria sui prezzi è lievemente maggiore per i servizi rispetto ai beni industriali non energetici. Per quanto riguarda i servizi, l'impatto massimo è maggiore per la voce "Trasporto aereo di passeggeri", seguita dalle voci "Trasporto multimodale di passeggeri" e "Pacchetti vacanza". Tra i beni industriali non energetici, l'impatto è maggiore per la voce "Supporti di registrazione", seguita dalle voci "Autovetture" e "Materiali per abbigliamento". L'impatto più forte che gli shock di politica monetaria hanno su alcuni servizi altamente sensibili rispetto alle voci dei beni industriali non energetici altrettanto sensibili potrebbe dipendere dalla natura discrezionale, legata al tempo libero, di tali servizi⁶.

³ Sono classificate come sensibili agli shock di politica monetaria le voci che, entro 36 mesi dal verificarsi dello shock, presentano almeno tre mesi consecutivi di risposte negative e statisticamente significative dei prezzi. Le restanti voci sono classificate come non sensibili. Le voci sensibili sono ulteriormente suddivise in "altamente" e "moderatamente" sensibili, a seconda che la loro risposta negativa massima sia superiore (moderatamente sensibile) o inferiore (altamente sensibile) alla risposta mediana di tutte le voci sensibili.

⁴ Una classificazione analoga relativa a consumi, prezzi e utili negli Stati Uniti è stata effettuata da Andreolli, M., Rickard, N. e Surico, P., "Non-Essential Business-Cycles", *NBER Working Paper*, 2024.

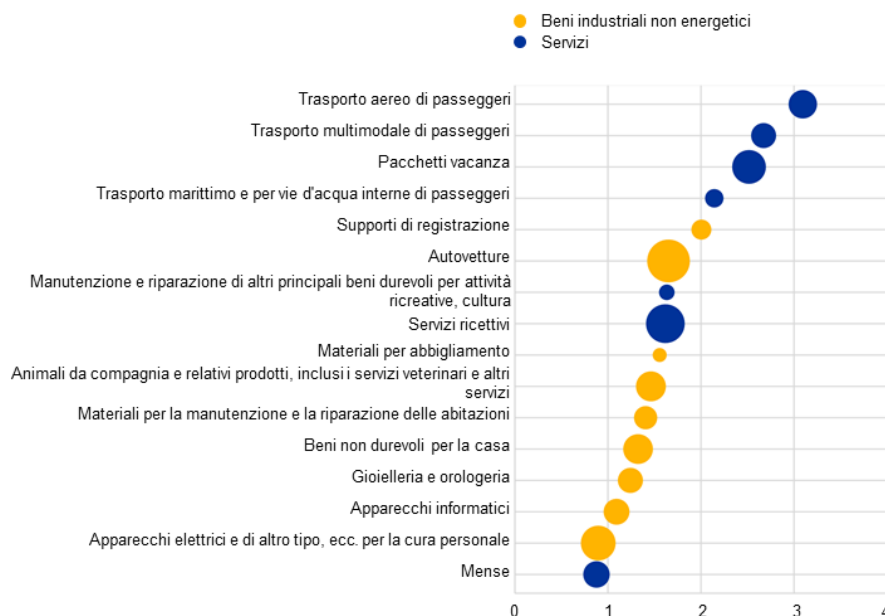
⁵ Considerate nel loro insieme, le voci classificate come sensibili agli shock di politica monetaria contribuiscono per circa un terzo alla dinamica dell'HICPX e sono equamente divise tra beni industriali non energetici (50,1 per cento) e servizi (49,9 per cento).

⁶ Un'elevata sensibilità agli shock di politica monetaria dei prezzi al consumo dell'energia è documentata in letteratura. Cfr., ad esempio, Ampudia, M., Ehrmann, M. e Strasser, G., "The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution", *BIS Working Paper*, n. 1124, settembre 2023.

Grafico A

Impatto massimo della politica monetaria sulle voci altamente sensibili

(asse delle ascisse: variazione percentuale cumulata massima; dimensione dei cerchi: peso della voce nell'HICPX)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i cerchi rappresentano l'impatto massimo sulle voci che rispondono in misura maggiore agli shock di politica monetaria nell'orizzonte triennale. I risultati si basano sulla distribuzione mediana a posteriori delle risposte a impulso normalizzate a un incremento di 25 punti base del Bund tedesco a un anno. La dimensione dei cerchi riflette il peso di una particolare voce nell'HICPX e si basa sui pesi relativi ai consumi per il 2024.

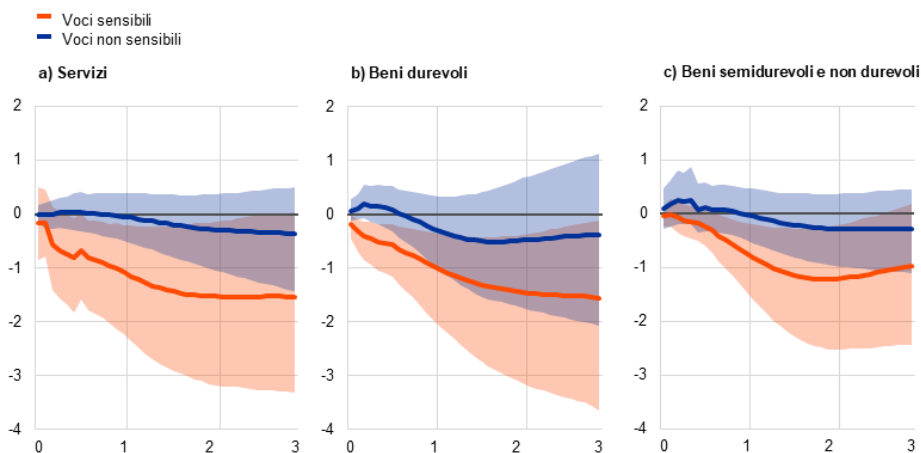
La politica monetaria ha un impatto massimo simile sulle voci relative a beni e servizi classificate come sensibili. Il grafico B mette a confronto le risposte a impulso delle voci sensibili e non sensibili a uno shock di politica monetaria pari a 25 punti base⁷. Nonostante la sovrapposizione degli intervalli di credibilità di entrambe le categorie, le risposte a impulso delle voci sensibili sono concentrate in maniera più evidente in valori negativi e sono diverse da zero sulla base degli intervalli di credibilità del 68 per cento. Dopo circa 20 mesi, uno shock restrittivo pari a 25 punti base riduce di circa 1,5 punti percentuali la variazione cumulata dei prezzi di servizi e beni durevoli sensibili. Inoltre, i beni durevoli mostrano una risposta più intensa rispetto alle voci relative ai beni semidurevoli e non durevoli, in linea con le precedenti evidenze.

⁷ I beni sono ulteriormente suddivisi in durevoli e di altro tipo, sulla scorta di diversi studi che documentano come la spesa per beni durevoli tenda ad avere un andamento più ciclico e a essere più sensibile alle variazioni della politica monetaria rispetto alla spesa per beni non durevoli o per servizi. Cfr., ad esempio, Dedola, L. e Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, vol. 49(6), 2005, pagg. 1543-1569.

Grafico B

Risposte agli shock di politica monetaria delle voci, sensibili e non sensibili, dei beni industriali non energetici e dei servizi aggregati

(asse delle ascisse: anni; asse delle ordinate: variazioni percentuali cumulate)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee mostrano la distribuzione mediana a posteriori delle risposte a impulso, mentre le aree ombreggiate indicano intervalli di credibilità del 68 per cento. Le risposte a impulso sono normalizzate a un incremento di 25 punti base del Bund tedesco a un anno.

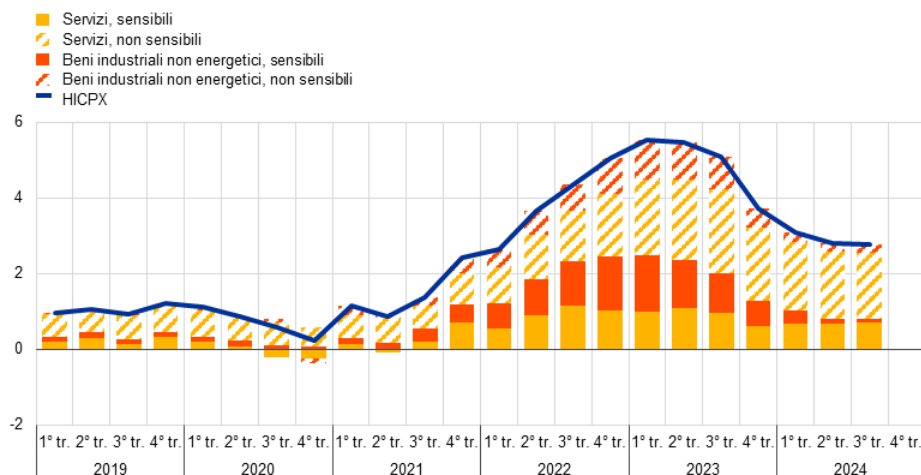
A partire dal periodo di picco dell'inflazione di fondo i tassi di inflazione delle voci classificate come sensibili alla politica monetaria sono diminuiti in misura maggiore rispetto a quelli relativi alle voci non sensibili. L'inflazione misurata sull'HICPX ha raggiunto il proprio livello più elevato, pari al 5,7 per cento, a marzo 2023. Alla cifra complessiva hanno contribuito in misura significativa sia le voci sensibili sia quelle non sensibili (le prime ne rappresentavano circa 2,6 punti percentuali; cfr. il grafico C). Da allora, l'impatto della politica monetaria restrittiva, unitamente al venir meno degli shock straordinari, si è gradualmente trasmesso ai prezzi, in particolare a quelli delle voci sensibili. I dati recenti mostrano una marcata flessione del contributo delle voci sensibili, che a ottobre 2024 rappresentavano solo 0,8 punti percentuali dell'inflazione misurata sull'HICPX, che si collocava al 2,7 per cento. Ciò significa che le voci non sensibili, in particolare i servizi non sensibili, come canoni di locazione, servizi medici e alcune voci relative alle assicurazioni, sono stati i fattori principali alla base dell'inflazione di fondo⁸. Nel periodo di picco dell'inflazione i servizi non sensibili hanno contribuito per 2,1 punti percentuali all'inflazione misurata sull'HICPX, del 5,7 per cento, mentre i dati più recenti mostrano un contributo pari a 1,7 punti percentuali, che corrisponde a circa due terzi dei recenti andamenti di tale inflazione.

⁸ 20 delle 28 voci classificate come componenti che rispondono con un maggiore ritardo coincidono con la classificazione presentata in questa analisi delle voci non sensibili alla politica monetaria. Cfr. [Gli andamenti eterogenei delle componenti di fondo dell'inflazione nell'area dell'euro](#), *Bollettino economico* n. 4, Banca d'Italia, ottobre 2023. Tra queste voci figurano, ad esempio, i canoni di locazione, i servizi medici e dentistici, nonché i servizi assicurativi legati alla sanità e ai trasporti.

Grafico C

Inflazione misurata sull'HICPX nel tempo: scomposizione in voci sensibili e non sensibili agli shock di politica monetaria

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

Pur confermando che la recente inflazione aggregata è riconducibile principalmente alla persistenza dell'inflazione dei servizi, l'analisi granulare evidenzia anche l'eterogeneità all'interno della categoria dei servizi. La diversa sensibilità è documentata non solo tra le due sottocomponenti dell'inflazione di fondo (beni industriali non energetici e servizi), ma anche all'interno di ciascuna categoria. L'analisi disaggregata suggerisce inoltre che, nonostante la maggior parte delle voci relative ai servizi abbia reagito piuttosto lentamente all'ultimo ciclo di restrizione, la politica monetaria è riuscita ad attenuare i rincari di una serie di voci relative principalmente a servizi ricreativi e di trasporto. Complessivamente, tali evidenze sottolineano come l'individuazione granulare di voci che presentano una risposta eccezionalmente intensa può contribuire a valutare l'ampiezza della trasmissione all'inflazione aggregata e a monitorarla in maniera tempestiva.

Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 24 luglio al 22 ottobre 2024

a cura di Yannik Schneider e Kristian Tötterman

Il presente riquadro descrive le condizioni di liquidità e le operazioni di politica monetaria condotte dall'Eurosistema durante il quinto e il sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2024. Congiuntamente, i due periodi di mantenimento hanno riguardato l'arco temporale dal 24 luglio al 22 ottobre 2024 (il "periodo di riferimento").

La liquidità in eccesso nel sistema bancario dell'area dell'euro ha continuato a diminuire nel periodo di riferimento. Il calo della liquidità media in eccesso è dipeso principalmente dalla scadenza, il 25 settembre 2024, della nona operazione nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III.9) e dai rimborsi anticipati da parte delle banche della decima e ultima operazione, nella stessa data. L'offerta di liquidità è inoltre diminuita a causa delle minori consistenze detenute nell'ambito dei programmi di acquisto di attività (PAA) a seguito della sospensione dei reinvestimenti nell'ambito del programma agli inizi di luglio 2023. Anche le consistenze detenute nell'ambito del programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) hanno cominciato a diminuire dall'inizio di luglio 2024, giacché il capitale rimborsato sui titoli in scadenza è attualmente reinvestito solo in parte. Il continuo calo dell'assorbimento di liquidità dovuto a fattori autonomi netti ha compensato in parte il calo dell'offerta di liquidità, sebbene a un ritmo più lento rispetto ai periodi precedenti.

In linea con la revisione del suo assetto operativo e come annunciato a marzo 2024, la BCE ha ridotto il differenziale tra il tasso sui depositi presso la banca centrale (deposit facility rate, DFR) e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) da 50 a 15 punti base, a decorrere dal 18 settembre 2024. Anche il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (ORM) è stato modificato al fine di mantenere invariato a 25 punti base il differenziale tra i tassi sulle ORM e sulle ORP. Nel periodo di riferimento, gli aggiustamenti del differenziale non hanno avuto un impatto significativo sulla partecipazione delle banche alle operazioni di credito dell'Eurosistema e sull'attività complessiva nel mercato monetario. Inoltre, i tassi del mercato monetario non hanno risentito del restringimento del differenziale fra DFR e ORP all'inizio del sesto periodo di mantenimento delle riserve del 2024. Nel segmento non garantito, lo euro short-term rate (€STR) è diminuito parallelamente alle variazioni di 25 punti base dei tassi di riferimento. Anche i tassi dei pronti contro termine si sono adeguati senza difficoltà a tali cambiamenti.

Fabbisogno di liquidità

Nel periodo di riferimento il fabbisogno medio giornaliero di liquidità del sistema bancario, definito come la somma dei fattori autonomi netti e delle riserve obbligatorie, è diminuito di 21,9 miliardi di euro, scendendo a 1.462,1 miliardi. Ciò ha rispecchiato il fatto che i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati in misura minore rispetto ai fattori autonomi di immissione della liquidità (cfr. la tavola A). Le riserve obbligatorie hanno registrato un lieve incremento di 0,9 miliardi di euro, portandosi a 162,5 miliardi, con un effetto solo marginale sulla variazione del fabbisogno aggregato di liquidità.

Nel periodo di riferimento i fattori autonomi di assorbimento della liquidità sono aumentati di 45 miliardi di euro, principalmente a causa di un incremento degli altri fattori autonomi. In media, gli altri fattori autonomi netti sono aumentati di 36,5 miliardi di euro, principalmente a seguito di un incremento dei conti di rivalutazione, pari a 49,1 miliardi di euro, dovuto al rincaro dell'oro, i cui effetti sulla liquidità sono stati controbilanciati da una corrispondente maggiore disponibilità di attività nette sull'estero finalizzate all'immissione di liquidità. I depositi delle amministrazioni pubbliche sono aumentati, in misura marginale, di 0,7 miliardi di euro, raggiungendo 118,4 miliardi. Ciò ha segnato una prima pausa nel continuo calo dei depositi delle amministrazioni pubbliche dal picco di 655,2 miliardi di euro, nella primavera del 2022. Il calo complessivo ha rispecchiato la normalizzazione delle riserve di liquidità detenute dalle tesorerie nazionali, nonché le variazioni della remunerazione dei depositi delle amministrazioni pubbliche presso l'Eurosistema, che hanno reso finanziariamente più appetibile collocare fondi sul mercato. Nel periodo di riferimento il valore medio delle banconote in circolazione è aumentato di 7,8 miliardi di euro, salendo a 1.562,7 miliardi. La domanda di banconote continua a mantenersi stabile dopo aver raggiunto un picco a luglio 2022.

I fattori autonomi di immissione della liquidità sono aumentati di 67,7 miliardi di euro, principalmente per effetto di un incremento delle attività nette sull'estero pari a 53,8 miliardi di euro. Tale incremento delle attività nette sull'estero è stato determinato quasi interamente da un aumento medio del valore delle riserve auree, pari a 49,9 miliardi di euro, riconducibile all'aumento del prezzo dell'oro¹. Nel periodo di riferimento le attività nette denominate in euro sono aumentate di 13,9 miliardi di euro, riflettendo sia una riduzione dei depositi non connessi alla politica monetaria sia un aumento degli investimenti in attività non connesse alla politica monetaria.

¹ Sebbene le variazioni dei prezzi dell'oro abbiano causato gran parte delle variazioni nei conti di rivalutazione nel periodo di riferimento, tali conti riflettono anche le variazioni dei tassi di cambio e le oscillazioni dei prezzi dei titoli. Ciò spiega perché le variazioni nei conti di rivalutazione seguano da vicino, ma non ricalcano, le variazioni di valore delle riserve auree.

Tavola A

Condizioni di liquidità dell'Eurosistema

Passività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 24 luglio - 22 ottobre 2024						Periodo di riferimento precedente: 17 aprile - 23 luglio 2024	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 24 luglio - 17 settembre 2024		Sesto periodo di mantenimento: 18 settembre - 22 ottobre 2024		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di assorbimento della liquidità	2.685,6	(+45,0)	2.675,3	(+23,8)	2.702,1	(+26,9)	2.640,6	(+20,8)
Banconote in circolazione	1.562,7	(+7,8)	1.564,2	(+4,7)	1.560,2	(-4,0)	1.554,9	(+10,3)
Depositi delle amministrazioni pubbliche	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Altri fattori autonomi (netti) ¹⁾	1.004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1.024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Conti correnti eccedenti le riserve obbligatorie minime	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
Riserve obbligatorie minime²⁾	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Depositi presso la banca centrale	3.031,9	(-138,8)	3.058,7	(-54,5)	2.989,1	(-69,6)	3.170,8	(-250,6)
Operazioni di regolazione puntuale (fine-tuning) di assorbimento di liquidità	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Fonte: BCE.
 Note: tutte le cifre riportate nella tavola sono arrotondate al centinaio di milioni più prossimo. Le cifre tra parentesi indicano la variazione rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento.
 1) Calcolati come somma fra i conti di rivalutazione, le altre attività e passività dei residenti dell'area dell'euro, il capitale e le riserve.
 2) Voci per memoria che non compaiono nel bilancio dell'Eurosistema e non dovrebbero quindi essere incluse nel calcolo delle passività totali.

Attività

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 24 luglio - 22 ottobre 2024						Periodo di riferimento precedente: 17 aprile - 23 luglio 2024	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 24 luglio - 17 settembre 2024		Sesto periodo di mantenimento: 18 settembre - 22 ottobre 2024		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fattori autonomi di immissione della liquidità	1.386,2	(+67,7)	1.373,0	(+44,6)	1.407,5	(+34,6)	1.318,6	(+68,3)
Attività nette sull'estero	1.099,2	(+53,8)	1.083,7	(+20,0)	1.123,9	(+40,1)	1.045,4	(+65,8)
Attività nette denominate in euro	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
Strumenti di politica monetaria	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Operazioni di mercato aperto	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Operazioni di credito	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
ORP	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
ORLT a tre mesi	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
OMRLT-III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Portafogli definitivi ¹⁾	4.424,4	(-102,1)	4.442,0	(-52,2)	4.396,1	(-45,9)	4.526,5	(-99,0)
Operazioni di rifinanziamento marginale	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Fonte: BCE.

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

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

Altre informazioni basate sulla liquidità

(valori medi; miliardi di euro)

	Periodo di riferimento attuale: 24 luglio - 22 ottobre 2024						Periodo di riferimento precedente: 17 aprile - 23 luglio 2024	
	Quinto e sesto periodo di mantenimento		Quinto periodo di mantenimento: 24 luglio - 17 settembre 2024		Sesto periodo di mantenimento: 18 settembre - 22 ottobre 2024		Terzo e quarto periodo di mantenimento	
Fabbisogno aggregato di liquidità ¹⁾	1.462,1	(-21,9)	1.464,8	(-20,7)	1.457,9	(-6,9)	1.484,0	(-47,1)
Fattori autonomi netti ²⁾	1.299,6	(-22,8)	1.302,6	(-21,0)	1.294,9	(-7,7)	1.322,5	(-47,2)
Liquidità in eccesso ³⁾	3.038,6	(-137,9)	3.065,8	(-53,6)	2.995,2	(-70,6)	3.176,5	(-251,8)

Fonte: BCE.

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

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

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

3) Calcolata come somma tra la disponibilità dei conti correnti in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale.

Andamenti dei tassi di interesse

(valori medi; percentuali e punti percentuali)

	Periodo di riferimento attuale: 24 luglio - 22 ottobre 2024				Periodo di riferimento precedente: 17 aprile - 23 luglio 2024			
	Quinto periodo di mantenimento: 24 luglio - 17 settembre 2024		Sesto periodo di mantenimento: 18 settembre - 22 ottobre 2024		Terzo periodo di mantenimento: 17 aprile - 11 giugno 2024		Quarto periodo di mantenimento: 12 giugno - 23 luglio 2024	
ORP	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Operazioni di rifinanziamento marginale	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Depositi presso la banca centrale	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
Tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index)	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Fonti: BCE, CME Group e Bloomberg.
Note: le cifre tra parentesi indicano la variazione in punti percentuali rispetto al precedente periodo di riferimento o di mantenimento. Per ORP si intendono le operazioni di rifinanziamento principali e per €STR il tasso a breve termine in euro.

Offerta di liquidità tramite strumenti di politica monetaria

Nel periodo di riferimento l'ammontare medio della liquidità offerta attraverso gli strumenti di politica monetaria è diminuito di 159,7 miliardi di euro, raggiungendo 4.500,8 miliardi (cfr. il grafico A). Tale calo nell'offerta di liquidità è stato determinato principalmente da una riduzione dei portafogli definitivi dell'Eurosistema e, in misura minore, dai rimborsi delle operazioni di credito dell'Eurosistema.

L'ammontare medio della liquidità offerta tramite operazioni di credito è diminuito di 57,7miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 76,4 miliardi. Tale diminuzione riflette in larga misura la riduzione degli importi in essere delle OMRLT-III a seguito della scadenza, il 25 settembre, della nona operazione nell'ambito delle OMRLT-III (42,2 miliardi di euro) e dei rimborsi anticipati di altri fondi OMRLT (5,1 miliardi di euro). L'importo medio in essere delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi è aumentato di 2,0 miliardi di euro, mentre il volume delle ORP nel bilancio dell'Eurosistema è salito di 1,0 miliardi di euro. La partecipazione relativamente limitata delle banche a tali operazioni regolari, unitamente alla loro capacità di rimborsare un'ingente quantità di fondi ottenuti mediante le OMRLT senza significativi spostamenti verso operazioni regolari di rifinanziamento, riflette le soddisfacenti posizioni di liquidità, in termini aggregati, degli enti creditizi e la disponibilità di fonti di finanziamento alternative a tassi appetibili. Il riquadro 7 nel presente numero del Bollettino fornisce un'analisi dettagliata dei rimborsi nell'ambito delle OMRLT in generale e dell'effetto che il loro graduale venir meno ha esercitato sulle condizioni del credito bancario.

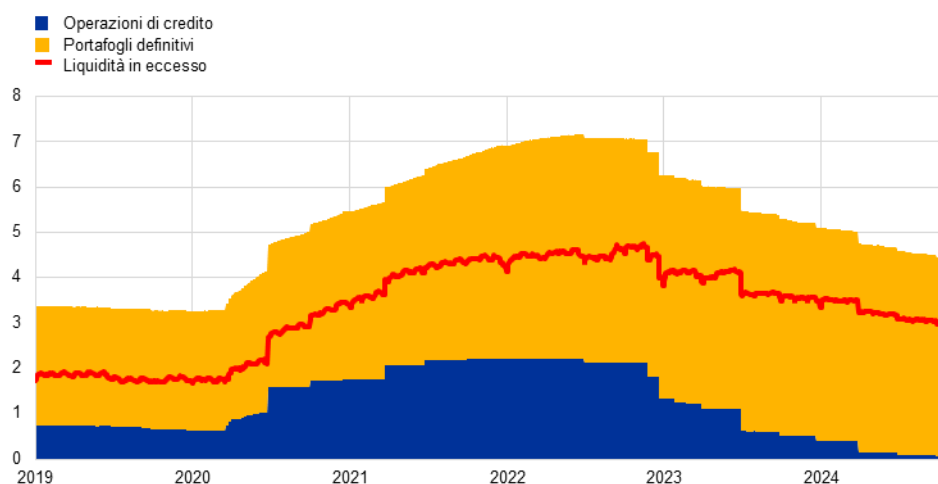
L'ammontare medio della liquidità offerta tramite i portafogli definitivi detenuti è diminuito di 102,1 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 4.424,4 miliardi. Tale flessione è riconducibile alla sospensione dei reinvestimenti

nell'ambito del PAA dal 1° luglio 2023 e, in misura minore, ai reinvestimenti parziali nell'ambito del PEPP a partire dal 1 luglio 2024^{2,3}.

Grafico A

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

(migliaia di miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al 22 ottobre 2024.

Liquidità in eccesso

La liquidità media in eccesso è diminuita di 137,9 miliardi di euro nel periodo di riferimento, collocandosi a 3.038,6 miliardi (cfr. il grafico A). La liquidità in eccesso è calcolata come somma della disponibilità delle banche in eccesso rispetto alle riserve obbligatorie minime e il ricorso ai depositi presso la banca centrale meno il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale. Essa riflette la differenza tra la liquidità complessiva erogata al sistema bancario e il fabbisogno di liquidità delle banche a copertura delle riserve obbligatorie. Dopo aver raggiunto il picco di 4.748 miliardi di euro a novembre 2022, la liquidità in eccesso è costantemente diminuita, scendendo lievemente al di sotto di 3.000 miliardi di euro verso la fine del periodo di riferimento.

Andamenti dei tassi di interesse

Nel periodo in esame il Consiglio direttivo ha ridotto per due volte tutti e tre i tassi di riferimento della BCE, compreso il tasso sui depositi presso la banca

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

³ A giugno 2024 il Consiglio direttivo ha confermato che, nella seconda metà del 2024, la BCE reinvestirà solo parzialmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PEPP. Il Consiglio direttivo intende terminare del tutto i reinvestimenti nell'ambito di tale programma alla fine del 2024.

centrale (attraverso il quale orienta la politica monetaria), di 25 punti base, e quindi per un totale complessivo di 50 punti base. I tassi sui depositi presso la banca centrale, sulle ORP e sulle ORM si sono collocati, rispettivamente, al 3,25, 3,40 e 3,65 per cento alla fine del periodo di riferimento.

Insieme alle due riduzioni dei tassi di riferimento che si sono aggiunte alla riduzione del differenziale tra il tasso sui depositi presso la banca centrale e il tasso sulle ORP, alla fine del periodo in esame sia il tasso sulle ORP sia quello sulle ORM erano diminuiti di 85 punti base. La riduzione del differenziale tra il tasso sui depositi presso la banca centrale e quello sulle ORP non ha avuto un impatto significativo sull'utilizzo delle operazioni di rifinanziamento da parte delle banche e sull'attività complessiva del mercato monetario.

La media dell'€STR ha rispecchiato le riduzioni dei tassi di riferimento, mantenendo nel contempo un differenziale con il tasso sui depositi presso la banca centrale sostanzialmente stabile. Durante il periodo di riferimento l'€STR si è collocato, in media, 8,3 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rispetto alla media di 9,0 punti base osservata durante il terzo e il quarto periodo di mantenimento del 2024. La trasmissione delle variazioni dei tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario non garantito è stata completa e immediata.

La media per l'area dell'euro del tasso dei pronti contro termine, misurata dal tasso repo in euro RepoFunds (RepoFunds Rate Euro Index) ha continuato a posizionarsi in prossimità del tasso sui depositi presso la banca centrale.

In media, durante il periodo di riferimento, il tasso dei pronti contro termine si è collocato 1,2 punti base al di sotto del tasso sui depositi presso la banca centrale, rispetto alla media di 4,2 punti base osservata nel terzo e quarto periodo di mantenimento del 2024. Ciò riflette l'inversione in atto dei fattori che hanno esercitato pressioni al ribasso sui tassi dei pronti contro termine. A sua volta, ciò ha determinato un aumento dei tassi dei pronti contro termine per effetto di fattori quali l'aumento delle emissioni nette dall'inizio dell'anno, lo svincolo delle garanzie movimentate nell'ambito delle OMRLT in scadenza/rimborsate e la maggiore disponibilità di titoli pubblici a seguito del calo delle consistenze in essere nell'ambito del PAA e del PEPP. I fattori che hanno esercitato pressioni al rialzo sui tassi dei pronti contro termine includono anche una maggiore domanda da parte degli investitori a elevata leva finanziaria per finanziare posizioni lunghe in obbligazioni. Le variazioni dei tassi di riferimento si sono trasmesse ordinatamente ai tassi del mercato monetario garantito.

Revoca graduale delle OMRLT-III e condizioni del credito bancario

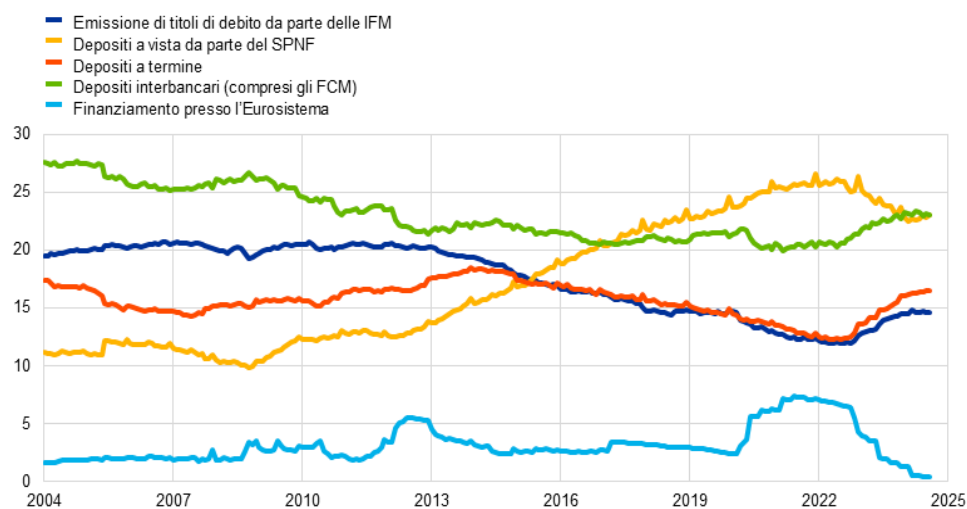
a cura di Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari e Franziska Maruhn

Tra la fine del 2022 e la fine del 2024, le banche dell'area dell'euro hanno rimborsato oltre 2.000 miliardi di euro di fondi ricevuti nell'ambito della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) in un contesto di tassi di interesse in aumento, riducendo il finanziamento presso l'Eurosistema al minimo storico. Con il completamento dei rimborsi delle OMRLT-III e nel contesto di tassi di interesse più elevati emerso dal recente ciclo di rialzo, la struttura delle passività delle banche è cambiata. Poiché le banche hanno accresciuto il ricorso all'emissione di titoli e alla raccolta di depositi in termini relativi, la composizione delle passività si è avvicinata a quella prevalente prima dell'introduzione delle OMRLT nel 2014 (cfr. il grafico A). Allo stesso tempo, le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema rappresentano in questo momento una quota minore della provvista bancaria rispetto al passato, a causa del limitato ricorso alle operazioni di rifinanziamento standard a più breve termine, i cui costi sono attualmente ben superiori rispetto a quelli di fonti alternative, e di riserve di banca centrale ancora ampie, che stanno sostenendo la liquidità delle banche¹.

Grafico A

Struttura delle passività bancarie nel tempo

(percentuale delle principali passività)



Fonti: statistiche della BCE sulle singole voci di bilancio (Balance Sheet Items, BSI) ed elaborazioni della BCE.

Note: composizione delle passività bancarie, esclusi capitale e riserve, passività sull'estero e depositi di altri residenti nell'area dell'euro. Per "IFM" si intendono le istituzioni finanziarie monetarie. La voce "SPNF" si riferisce al settore privato non finanziario. La voce "FCM" si riferisce ai fondi comuni monetari. Le ultime osservazioni si riferiscono ad agosto 2024.

Il ritmo straordinario al quale sono aumentati i tassi di riferimento, unitamente alle aspettative di mercato su future riduzioni dei tassi, ha reso meno appetibili

¹ Le operazioni di rifinanziamento standard comprendono le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi (ORLT a tre mesi), entrambe effettuate al tasso sulle ORP.

le operazioni di rifinanziamento a più breve termine della banca centrale rispetto a fonti di provvista alternative, quali i depositi e le obbligazioni a più lungo termine. Anche il rifinanziamento verso le altre forme di finanziamento di banca centrale attualmente disponibili potrebbe essere stato limitato a causa della scadenza significativamente più breve rispetto alle OMRLT-III e dei requisiti regolamentari quali l'indice di copertura della liquidità (liquidity coverage ratio, LCR) e l'indicatore strutturale (net stable funding ratio, NSFR)². Inoltre, le riserve di banca centrale ancora ampie comportano per il momento una limitata necessità per le banche di ricorrere al finanziamento di banca centrale. Tuttavia, con il proseguire della liquidazione del portafoglio di attività della BCE, che riduce ulteriormente la liquidità in eccesso, la domanda di finanziamento di banca centrale potrebbe tornare ad aumentare. Poiché le condizioni di prestito appaiono sensibili alle modalità di erogazione delle riserve al sistema bancario, in futuro l'impatto della liquidità di banca centrale sull'intermediazione bancaria dipenderà in modo cruciale anche dagli strumenti di immissione di liquidità³.

La ricalibrazione delle OMRLT-III a ottobre 2022 ha determinato il calo più rapido e consistente dei prestiti dell'Eurosistema mai registrato (cfr. il grafico B) e ha rafforzato la trasmissione dei tassi di riferimento alle condizioni del credito bancario. Sin dalla loro introduzione nel 2014, le OMRLT hanno contribuito alla trasmissione dell'allentamento della politica monetaria incentivando l'erogazione di prestiti, grazie alla loro natura mirata, e riducendo i costi della provvista bancaria. La terza serie, iniziata nel 2019, è stata uno strumento fondamentale di accomodamento della politica monetaria durante la pandemia⁴. In considerazione dell'inatteso e straordinario aumento dell'inflazione iniziato nel 2021, la BCE ha avviato un percorso di normalizzazione della politica monetaria alla fine dello stesso anno adeguando gli acquisti di attività e, a partire dalla metà del 2022, innalzando i tassi di riferimento, con un conseguente inasprimento delle condizioni di finanziamento per l'economia dell'area dell'euro. In tale contesto, a ottobre 2022 il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di ricalibrare le OMRLT-III per rafforzare la trasmissione dei tassi di riferimento più elevati alle condizioni del credito bancario. Nello specifico, il tasso di interesse sui restanti importi delle OMRLT-III è stato

² Rispetto alle operazioni di rifinanziamento con scadenza più lunga, i prestiti erogati mediante operazioni di rifinanziamento standard (ORP settimanali e ORLT a tre mesi) non sono considerati finanziamenti stabili nel contesto dell'NSFR. Con riferimento all'LCR, un prestito tramite operazioni di rifinanziamento standard può accrescere le attività liquide di elevata qualità (high-quality liquid assets, HQLA) delle banche che stanziavano garanzie diverse dalle HQLA. Tuttavia, per le ORP settimanali, il meccanismo di liquidazione dell'LCR potrebbe, a seconda della composizione delle HQLA, ridurre questo effetto positivo.

³ Cfr. Altavilla, C., Rostagno, M. e Schumacher, J., "Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation", *CEPR Discussion Paper*, n. 18581, Centre for Economic Policy Research, novembre 2023.

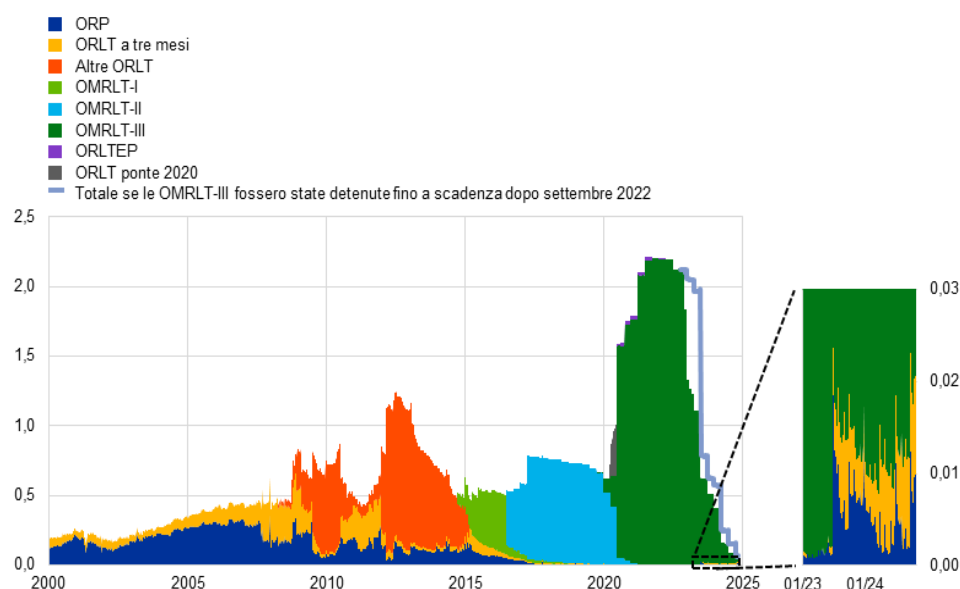
⁴ Le OMRLT-III sono state introdotte nel 2019 e modificate nel 2020 per sostenere la trasmissione della politica monetaria durante la pandemia di COVID-19. Per maggiori dettagli sull'adeguamento delle OMRLT-III e sul loro impatto sulle condizioni del credito bancario durante la pandemia, cfr. l'articolo 2 [OMRLT-III e condizioni del credito bancario](#) nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

aumentato a partire dal 23 novembre 2022⁵. L'aumento dei tassi di interesse delle OMRLT ha innalzato il costo opportunità del finanziamento tramite queste operazioni. Al tempo stesso, la liquidità in eccesso è rimasta abbondante e i benefici delle OMRLT per la soddisfazione dei requisiti di liquidità e strutturali sono diminuiti con l'avvicinarsi della scadenza delle operazioni. Pertanto, alla prima occasione di rimborso volontario anticipato a partire dalla ricalibrazione, a novembre 2022 le banche hanno restituito 296 miliardi di euro su un importo in essere di 2.113 miliardi. A ciò hanno fatto seguito ulteriori ingenti rimborsi volontari a dicembre 2022 e nei sei mesi successivi. La ricalibrazione ha quindi contribuito a un'anticipazione significativa della riduzione delle OMRLT e a rimborsi più uniformi nel tempo rispetto a quanto sarebbe avvenuto se le banche avessero detenuto tutti i fondi ottenuti mediante le OMRLT fino alla scadenza (cfr. la linea tratteggiata nel grafico B).

Grafico B

Ricorso alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: BCE (banca dati sulle operazioni di mercato) ed elaborazioni della BCE.

Note: per "ORP" si intendono le operazioni di rifinanziamento principali, per "ORLT" le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, per "OMRLT" le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e per "ORLTEP" le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica. La linea azzurra mostra l'ipotetico finanziamento totale presso l'Eurosistema nell'ipotesi che le banche avessero detenuto fino alla scadenza tutti i fondi riferiti alle OMRLT-III in essere al 30 settembre 2022 (prima della ricalibrazione di ottobre 2022), ipotizzando altresì che i prestiti ottenuti con altre operazioni di rifinanziamento rimanessero invariati rispetto a quanto realizzato. L'ultima osservazione si riferisce al 31 ottobre 2024.

Le banche hanno adeguato i propri bilanci per coprire i rimborsi anticipati nell'ambito delle OMRLT, in un contesto in cui alcune banche hanno fatto maggiore affidamento sulla propria liquidità in eccesso già disponibile, mentre

⁵ L'adeguamento delle OMRLT-III è consistito in una modifica della formula di determinazione dei tassi per tutte le operazioni in essere. Per maggiori dettagli, cfr. la [decisione del Consiglio direttivo del 27 ottobre 2022](#) e il relativo [comunicato stampa](#). La ricalibrazione ha aumentato il tasso medio atteso finale delle OMRLT per la durata di ciascuna operazione di circa 40 punti base a fine 2022, per effetto dell'aumento di circa 2 punti percentuali del tasso OMRLT applicabile dopo il 23 novembre 2022. L'eterogeneità tra le banche è stata ampia, con differenze che riflettono le operazioni a cui ciascuna banca aveva partecipato e i tassi di interesse applicabili sulla base della passata performance dei prestiti.

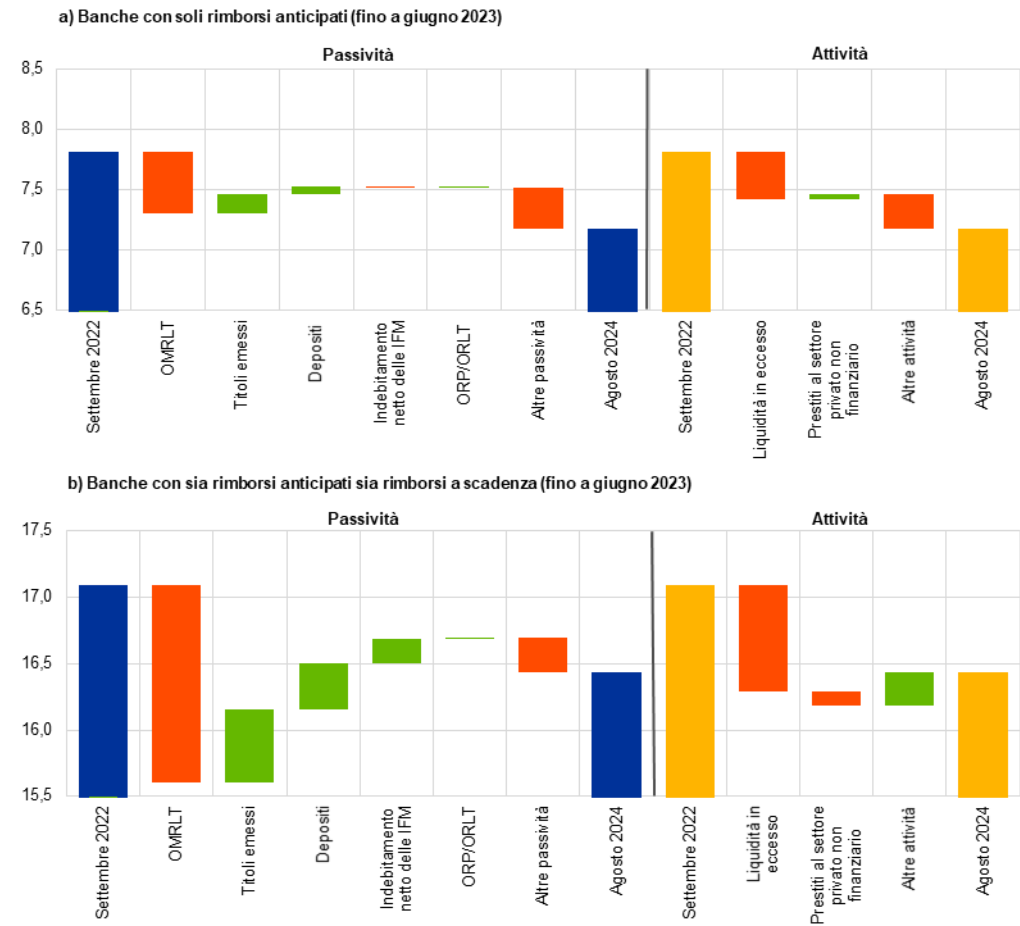
altre hanno raccolto finanziamenti aggiuntivi nei mercati obbligazionari e attraverso i depositi (cfr. il grafico C).

A seguito della ricalibrazione di ottobre 2022, è stato possibile suddividere in due gruppi le banche che avevano ottenuto finanziamenti nell'ambito delle OMRLT-III: quelle che hanno rimborsato anticipatamente tutti i loro prestiti nell'ambito delle OMRLT-III e quelle che hanno rimborsato almeno parte del loro finanziamento solo alla scadenza, fino a giugno 2023 (quando è giunta a regolamento la più grande operazione OMRLT-III). I due gruppi differivano principalmente per il livello del loro ricorso ai finanziamenti tramite OMRLT-III e l'entità della loro liquidità in eccesso prima della ricalibrazione. Prima di ottobre 2022, le banche che hanno fatto pieno ricorso alle opzioni di rimborso anticipato avevano in media una quantità di liquidità in eccesso quasi doppia rispetto ai prestiti in essere nell'ambito delle OMRLT-III, mentre le banche che hanno rimborsato a scadenza avevano in media un ammontare di liquidità in eccesso analogo a quello dei finanziamenti in essere tramite OMRLT-III. Di conseguenza, il primo gruppo di banche ha ridotto la propria liquidità in eccesso dell'equivalente di circa il 75 per cento dei rimborsi OMRLT, facendo quindi affidamento principalmente sulla liquidità in eccesso esistente, registrando al contempo un deflusso di depositi (cfr. il pannello a) del grafico C). Per contro, il secondo gruppo di banche ha raccolto una quantità significativa di finanziamenti aggiuntivi per rimborsare alla scadenza le OMRLT (prevalentemente tramite titoli, seguiti da afflussi di depositi e prestiti sul mercato interbancario), e ha ridotto la liquidità in eccesso solo dell'equivalente di circa il 50 per cento dei rimborsi nell'ambito delle OMRLT (cfr. il pannello b) del grafico C). Il secondo gruppo ha inoltre innalzato i tassi sui depositi in misura maggiore rispetto alle altre banche, riuscendo così a preservare, e in una certa misura persino ad aumentare, i volumi complessivi dei depositi, per compensare il calo in atto della liquidità di banca centrale.

Grafico C

Variazioni dei bilanci bancari dalla ricalibrazione delle OMRLT-III

(migliaia di miliardi di euro)



Fonti: statistiche della BCE sulle voci di bilancio a livello individuale (Individual Balance Sheet Items, IBSI), banca dati della BCE sulle operazioni di mercato ed elaborazioni della BCE.
Note: i pannelli mostrano le variazioni delle attività e delle passività bancarie sulla base di dati a livello di singola banca. Le barre rosse dell'istogramma si riferiscono alle diminuzioni e le barre verdi agli aumenti delle passività/attività nel periodo compreso tra settembre 2022 e agosto 2024. Le barre blu si riferiscono alle passività totali e le barre gialle al totale delle attività all'inizio/fine del periodo. L'indebitamento netto delle IFM corrisponde ai depositi da parte delle IFM al netto dei prestiti concessi alle IFM. Le attività e le passività totali sono rettifiche per riflettere la compensazione dell'indebitamento delle IFM. Il pannello a) mostra le banche per le quali tutti i rimborsi delle OMRLT-III avvenuti tra ottobre 2022 e giugno 2023 sono stati rimborsi volontari anticipati. Il pannello b) mostra le banche per le quali i rimborsi delle OMRLT-III avvenuti tra ottobre 2022 e giugno 2023 hanno incluso sia rimborsi anticipati volontari sia rimborsi alla scadenza.

La riduzione della liquidità bancaria e l'aumento dei tassi delle OMRLT hanno indotto le banche a ricorrere a fonti di finanziamento più costose, determinando un irrigidimento delle condizioni di prestito. I rimborsi delle OMRLT effettuati utilizzando la liquidità in eccesso in essere hanno ridotto le posizioni di liquidità disponibili, mentre il rinnovo di altre passività ha aumentato i costi di provvista. Ciò, a sua volta, sembra aver determinato un irrigidimento dei criteri per la concessione del credito a imprese e famiglie. Secondo i risultati delle indagini, le banche hanno sperimentato il primo impatto negativo delle OMRLT-III sulle loro condizioni di finanziamento complessive dopo la ricalibrazione, a indicare che le condizioni meno favorevoli delle OMRLT-III hanno effettivamente indotto

un irrigidimento delle condizioni della provvista bancaria⁶. Inoltre, le banche hanno segnalato l'impatto negativo del ritiro graduale delle OMRLT-III sulle loro posizioni di liquidità. Ciò si è riflesso anche in un ulteriore inasprimento dei criteri di concessione del credito applicati dalle banche per tutte le categorie di prestiti e in un ulteriore lieve impatto negativo sui volumi dei prestiti nel contesto di una riduzione complessiva dell'offerta di credito dovuta al ciclo di rialzo dei tassi di riferimento⁷. Coerentemente con questo quadro, le banche che disponevano di una minore liquidità in eccesso per effettuare i rimborsi delle OMRLT-III hanno anche registrato una lieve riduzione dei volumi dei prestiti in essere dopo la ricalibrazione delle OMRLT (cfr. il pannello b) del grafico C). Le analisi che tengono conto della domanda di prestiti e di altri fattori confondenti confermano l'impatto negativo della ricalibrazione delle OMRLT sul credito⁸. In conclusione, la ricalibrazione ha ulteriormente sostenuto l'aumento dei costi della provvista bancaria e, di conseguenza, l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento. Ha altresì rimosso i disincentivi al rimborso anticipato volontario dei fondi OMRLT-III in essere, accelerando così la riduzione del bilancio dell'Eurosistema e contribuendo all'inasprimento complessivo della politica monetaria.

⁶ Cfr. *The euro area bank lending survey – First quarter of 2023* and *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023*.

⁷ Cfr. Lane, P.R., *The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area*, contributo al dibattito sul "Riesame dell'efficacia e della trasmissione della politica monetaria" in occasione del simposio economico tenutosi presso la Federal Reserve Bank of Kansas City, 24 agosto 2024.

⁸ Cfr. Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. e Tushteva, N., "Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever", *Working Paper Series*, BCE, 2024, di prossima pubblicazione.

Articoli

1 Shock energetici, investimenti delle imprese e potenziali implicazioni per la competitività futura dell'UE

a cura di Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis,
Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis e Francesca Vinci

1 Introduzione

L'impennata dei prezzi dell'energia a seguito dell'invasione ingiustificata dell'Ucraina da parte della Russia ha esposto l'UE al più grande shock energetico dagli anni '70. Trattandosi di un input fondamentale, sostanzialmente in tutti i processi produttivi, il brusco aumento dei prezzi dei beni energetici ha contribuito non solo a un'impennata dell'inflazione e a una perdita di potere d'acquisto per le famiglie, ma anche a un significativo aumento dei costi degli input produttivi, con effetti a catena in tutti i settori economici.

Gli shock che aumentano il costo dell'energia possono influenzare negativamente la dinamica economica non solo nel breve periodo, ma anche nel medio-lungo periodo attraverso il canale degli investimenti. Nel breve periodo, i maggiori costi degli input hanno esercitato pressioni al ribasso sulla produzione¹. Ciò può anche comportare una riduzione degli investimenti, con conseguenze negative per la crescita della produttività nel lungo periodo².

La letteratura economica ha identificato da tempo l'importanza degli investimenti per la produttività. Gli investimenti delle imprese, soprattutto quelli in capitale fisso e quelli per ricerca e sviluppo (R&S), sono al centro della crescita della produttività, a sua volta direttamente collegata alla capacità delle imprese di competere sui mercati internazionali³. Aumenti della produttività riducono il costo di produzione per unità di prodotto, consentendo alle imprese di abbassare i prezzi e/o aumentare i margini di profitto. Gli incrementi di produttività possono inoltre migliorare la competitività delle esportazioni, in quanto le imprese più produttive si trovano in una posizione migliore per occupare ed espandere la propria quota di mercato⁴.

¹ Cfr. Lardic, S. e Mignon, V., "The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration", *Energy Policy*, vol. 34(18), dicembre 2006, pp. 3910-3915.

² Le evidenze presentate nell'articolo 1 *L'impatto dei recenti shock e dei cambiamenti strutturali in atto sulla crescita della produttività nell'area dell'euro* nel numero 2/2024 di questo Bollettino mostrano inoltre che prezzi dell'energia più elevati possono determinare una riduzione della produttività per effetto di una riallocazione dei fattori produttivi all'interno delle imprese a scapito dell'energia.

³ Cfr. Romer, P.M., "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n. 5, 1986, pagg. 1002-1037 e Romer, P.M., "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n. 5, parte 2, 1990, pagg. S71-S102.

⁴ Cfr. Melitz, M.J., "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, vol. 71, n. 6, novembre 2003, pagg. 1695-1725.

Gli shock energetici possono anche frenare la competitività di un paese a causa del loro impatto negativo su investimenti e produttività. A seguito di uno shock positivo sui costi dell'energia, la compressione dei margini di profitto (soprattutto per le imprese ad alta intensità di consumi energetici), la debolezza dell'attività economica, l'accresciuta incertezza e, in alcuni casi, l'irrigidimento delle condizioni di finanziamento possono ridurre gli investimenti da parte delle imprese, aprendo la strada a future perdite di competitività⁵. In particolare ciò può verificarsi quando i produttori non sono in grado di trasferire pienamente gli aumenti dei costi ai consumatori, ad esempio a causa di un'elevata elasticità della domanda rispetto ai prezzi⁶.

Tuttavia, gli shock energetici possono anche incentivare le imprese a investire in progetti di produzione e risparmio energetico⁷. Indagini recenti indicano che le imprese si stanno adattando all'evoluzione del panorama energetico riducendo la loro dipendenza dalle fonti energetiche tradizionali, al fine di proteggersi da shock energetici futuri e garantirsi vantaggi competitivi⁸. Tali sforzi per ridurre i costi energetici possono portare a un aumento degli investimenti verdi, il che può attenuare l'impatto complessivo degli shock energetici sugli investimenti totali. Tuttavia, nonostante il loro potenziale per quel che riguarda l'attenuazione di futuri shock energetici (e la riduzione dei prezzi futuri dell'energia), gli investimenti verdi potrebbero anche risentire negativamente delle conseguenze dirette e indirette di un aumento dei prezzi dell'energia⁹.

Il presente articolo analizza in che modo gli shock energetici influenzano gli investimenti delle imprese europee, concentrandosi sugli investimenti in capitale fisso e sulla spesa per R&S. L'analisi empirica mostra che gli shock energetici possono avere un impatto negativo sugli investimenti delle imprese e quindi compromettere, potenzialmente, la crescita della produttività e la competitività futura in Europa. L'analisi mostra inoltre che le imprese con vincoli finanziari e quelle operanti nei settori energivori sono maggiormente colpite dagli shock energetici e reagiscono riducendo gli investimenti in misura maggiore rispetto alle altre.

In una prospettiva di policy sono necessarie misure sia a livello nazionale sia a livello comunitario per ridurre l'esposizione della UE a futuri shock energetici. Un'ulteriore integrazione dei mercati energetici europei e i progressi nella transizione verde contribuirebbero a ridurre i prezzi dell'energia e a rafforzare l'approvvigionamento energetico, rendendo l'UE meno vulnerabile agli andamenti negativi dei prezzi dell'energia.

⁵ Cfr. Lee, K., Kang, W. e Ratti, R.A., "Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment", *Macroeconomic Dynamics*, vol. 15, n. S3, novembre 2011, pagg. 416-436.

⁶ Cfr. Matzner, A. e Steininger, L., "Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases", *Working Paper Series*, n. 2958, BCE, luglio 2024.

⁷ Cfr. Hassler, J., Krusell, P. e Olovsson, C., "Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity", *Journal of Political Economy*, vol. 129, n. 11, novembre 2021, pagg. 3039-3072.

⁸ Cfr. *EIB Investment Survey 2023 – European Union overview*, Banca europea per gli investimenti, ottobre 2023 e *EIB Investment Survey 2024 – European Union overview*, Banca europea per gli investimenti, ottobre 2024.

⁹ Cfr. Bijmens, G., Duprez, C. e Hutchinson, J., "Obstacles to the greening of energy-intensive industries", *Il Blog della BCE*, BCE, 17 settembre 2024.

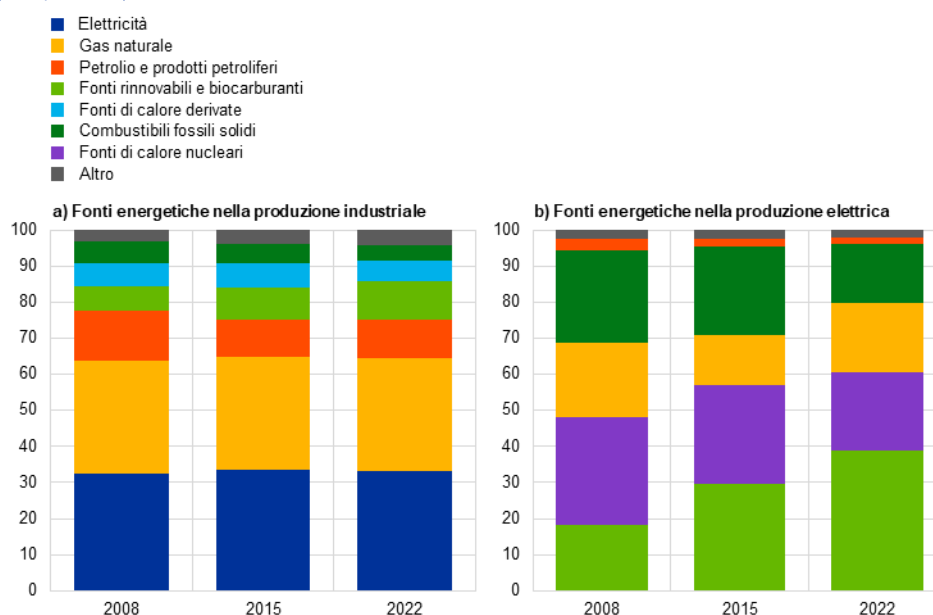
2 Il mix energetico europeo

Nell'UE le principali fonti di energia utilizzate nella produzione sono l'elettricità e il gas naturale, insieme al petrolio e ai prodotti petroliferi. L'elettricità e il gas naturale sono fattori chiave, e ognuno rappresenta circa un terzo del mix energetico industriale dell'UE. Seguono "Petrolio e prodotti petroliferi" e "Fonti rinnovabili e biocarburanti" all'11 per cento ciascuno (cfr. il pannello a) del grafico 1)¹⁰. Il mix energetico industriale è rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi 15 anni. Nel considerare il panorama energetico in cui opera il settore industriale, è altresì importante considerare come viene generata l'energia elettrica consumata, in quanto ciò ha un impatto significativo sul suo prezzo. Sebbene la quota di energie rinnovabili sia in crescita nel mix di produzione di energia elettrica dell'UE, il gas naturale e altri combustibili fossili svolgono ancora un ruolo importante (cfr. il pannello b) del grafico 1), aumentando indirettamente la loro rilevanza nell'approvvigionamento energetico delle imprese.

Grafico 1

Fonti energetiche nei processi industriali e nella produzione di energia elettrica dell'UE

(valori percentuali)



Fonte: Eurostat.

Note: frequenza annuale. Il pannello a) si riferisce ai consumi finali nel settore industriale. Il pannello b) si riferisce alla produzione lorda di energia elettrica. Petrolio e prodotti petroliferi non comprendono la quota dei biocarburanti. La categoria "Altro" include gas manufatti, rifiuti non rinnovabili, scisti e sabbie bituminose e torba e suoi derivati.

A causa del sistema di fissazione dei prezzi marginali, il prezzo dell'energia elettrica è strettamente legato a quello dei combustibili fossili. I prezzi dell'energia elettrica nei mercati a breve termine sono determinati dalla struttura più costosa utilizzata per generare energia elettrica in un dato momento. Nell'UE le

¹⁰ Il petrolio e i prodotti petroliferi più comunemente utilizzati dall'industria sono il carburante per diesel e il gasolio in genere, mentre le fonti rinnovabili e i biocarburanti più comunemente impiegati nel settore industriale sono quelli solidi come il legno.

centrali elettriche a gas sono in genere il modo più costoso di generare energia elettrica, seguite da carbone, lignite ed energia nucleare. Le energie rinnovabili sono generalmente le più economiche, poiché i loro costi variabili sono prossimi allo zero. Una conseguenza di tale meccanismo è che il gas spesso funge da fattore determinante per i prezzi, anche se genera una quota relativamente bassa dell'energia elettrica dell'UE. Secondo la Commissione europea, nel 2022 le centrali elettriche a gas hanno generato il 19 per cento dell'energia elettrica dell'UE, ma ne hanno fissato il prezzo per il 55 per cento del tempo¹¹.

I prezzi all'ingrosso dell'energia nell'UE hanno iniziato ad aumentare in misura significativa nella seconda metà del 2021. Poiché l'UE importa quasi tutto il petrolio e il gas che consuma, è fortemente esposta alle fluttuazioni dei prezzi nei mercati globali, che possono essere influenzati dagli andamenti geopolitici e dalle decisioni produttive prese al di fuori dell'UE. I prezzi all'ingrosso del petrolio e del gas hanno iniziato a salire nella seconda metà del 2021, in parte per effetto della ripresa dell'attività economica dopo la pandemia e in parte a causa dei vincoli all'offerta di petrolio e gas. Tale situazione è stata esacerbata dall'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, che ha sospinto ulteriormente verso l'alto i prezzi del gas e del petrolio¹². Gli elevati prezzi del gas, a loro volta, hanno avuto ricadute sui prezzi dell'energia elettrica a causa del sistema di fissazione dei prezzi marginali.

L'impennata dei prezzi all'ingrosso ha avuto un forte impatto sul prezzo dell'energia per l'industria dell'UE. I prezzi all'ingrosso non si trasmettono perfettamente ai prezzi al dettaglio, in quanto questi ultimi sono influenzati anche da fattori quali la tassazione, i quadri normativi, la disponibilità di infrastrutture, il mix di produzione di energia elettrica e le strutture contrattuali. A partire dal 2021, sono state adottate anche molte politiche pubbliche per attenuare gli shock energetici. Tuttavia, il grafico 2 mostra che l'aumento dei prezzi all'ingrosso si è trasmesso fortemente ai prezzi al dettaglio pagati dalle imprese dell'UE per elettricità, gas naturale e diesel. Ciò ha avuto un impatto significativo sui costi di produzione delle imprese, con l'indice dei prezzi alla produzione dei beni energetici (IPP per l'energia) più che raddoppiato tra il 2020 e il 2022.

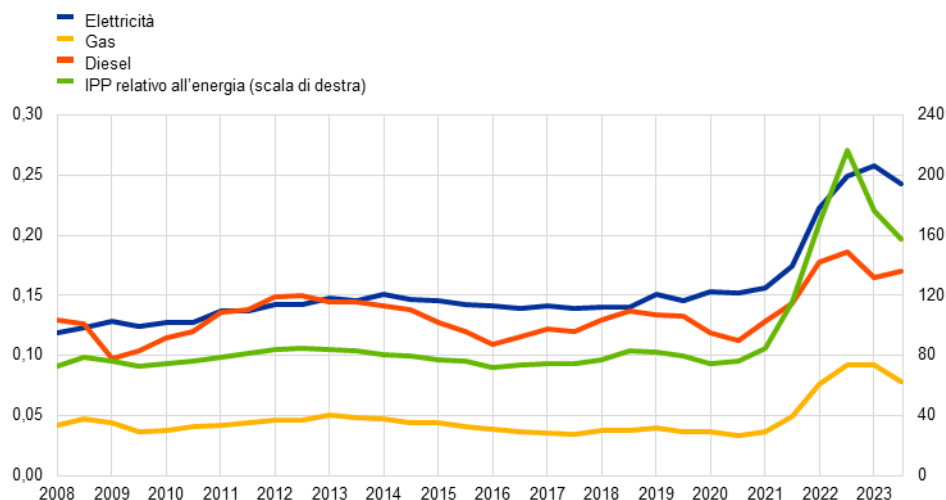
¹¹ Cfr. Gasparella, A., Koolen, D. e Zucker, A., "The Merit Order and Price-Setting Dynamics in European Electricity Markets", JRC134300, Commissione europea, 2023.

¹² Cfr. l'articolo 1 *Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo* nel numero 4/2022 di questo Bollettino; e il riquadro 2 *Rischio geopolitico e prezzi del petrolio* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

Grafico 2

Prezzi al dettaglio dell'energia per le imprese dell'UE

(scala di sinistra: euro/kWh; scala di destra: indice: 2021 = 100)



Fonti: Eurostat e bollettino petrolifero della Commissione europea.

Note: la frequenza è semestrale. I prezzi comprendono tutte le imposte e gli oneri. Per i prezzi di elettricità e gas, i dati si riferiscono ai consumatori industriali di medie dimensioni (la fascia IC per l'elettricità e la I3 per il gas). I prezzi del gas per Cipro e Malta non sono inclusi perché l'Eurostat non fornisce i dati pertinenti. Poiché non esiste un indicatore Eurostat dei prezzi del petrolio per i consumatori diversi dalle famiglie, il diesel è indicato come esempio di un prodotto petrolifero comunemente utilizzato dall'industria dell'UE, applicando un fattore di conversione di 10 kWh al litro.

Tali andamenti hanno stimolato un intenso dibattito politico sulla dipendenza dell'UE dalle importazioni di energia e sulle implicazioni per la sua competitività di fronte agli shock energetici¹³. L'UE dipende in misura significativa dalle importazioni di energia ed è pertanto più esposta agli shock energetici rispetto ad altre grandi economie, come gli Stati Uniti¹⁴.

3 L'impatto degli shock energetici sugli investimenti delle imprese dell'UE

Sebbene sia difficile quantificare gli effetti degli shock energetici sulle decisioni di investimento, a causa della moltitudine di canali di trasmissione nonché dei limiti in termini di dati, l'esame dei profili storici può fornire indicazioni utili. Per individuare l'effetto degli shock energetici sugli investimenti, il presente articolo utilizza i dati di bilancio delle imprese quotate provenienti da Standard & Poor's Compustat per il periodo tra il 1999 e il 2022 e stima la risposta degli investimenti in capitale fisso e in R&S utilizzando proiezioni locali¹⁵.

¹³ Cfr. Draghi, M., *The future of European competitiveness*, settembre 2024.

¹⁴ Nel 2022, ad esempio, l'UE dipendeva dalle importazioni per il 62,5 per cento del suo fabbisogno energetico. La dipendenza dalle importazioni è stata particolarmente elevata per il gas naturale (97,6 per cento) e per il petrolio e i prodotti petroliferi (97,7 per cento). Per contro, gli Stati Uniti sono esportatori netti di energia. Cfr. *Energy statistics – an overview*, Eurostat, maggio 2024; e *U.S. energy facts explained*, US Energy Information Administration, luglio 2024.

¹⁵ Nel corso di tale periodo, gli investimenti delle imprese Compustat, in media, sono stati pari a circa il 20 per cento degli investimenti fissi lordi complessivi e al 55 per cento degli investimenti in R&S a livello europeo.

Gli shock energetici possono provenire da fonti energetiche diverse, e la loro identificazione corretta rappresenta una sfida importante. La crisi energetica del 2022 è stata innescata dall'interruzione delle forniture di gas naturale in Europa, che ha determinato un aumento dei prezzi dei combustibili fossili e dell'elettricità. Tuttavia, data l'importanza storica degli shock petroliferi, questi hanno attirato l'attenzione della letteratura accademica più di quelli relativi al gas, dando luogo solo a poche misure affidabili e prontamente disponibili per questi ultimi¹⁶. Inoltre, il petrolio rappresenta una quota significativa dell'energia consumata dal settore industriale dell'UE e i prezzi di altre fonti energetiche, come il gas, sono influenzati dai prezzi del petrolio. Gli shock petroliferi, pertanto, possono rappresentare una valida misura indiretta degli shock energetici, pur con alcune avvertenze¹⁷. Uno dei metodi più recenti per identificare e misurare gli shock petroliferi riguarda gli shock legati alla diffusione di notizie (news shock) sull'offerta di petrolio¹⁸. Questi colgono le variazioni delle aspettative sulla produzione e sui prezzi futuri del petrolio piuttosto che interruzioni immediate, rendendoli particolarmente rilevanti per le decisioni di investimento¹⁹.

Gli shock legati alla diffusione di notizie sull'offerta di petrolio aumentano i prezzi dell'energia e riducono gli investimenti aggregati. Come mostra il grafico 3, uno shock legato alla diffusione di notizie sull'offerta di petrolio determina un aumento concomitante del 7 per cento dei prezzi petroliferi e dell'1 per cento dell'IPP dei beni energetici²⁰. Inoltre, gli investimenti fissi lordi (Gross Fixed Capital Formation, GFCF) totali diminuiscono subito dopo lo shock, raggiungendo un minimo di -1,5 per cento dopo due anni. Anche gli investimenti in prodotti di proprietà

¹⁶ Cfr. Hamilton, J.D., "This is what happened to the oil price-macroeconomy relationship", *Journal of Monetary Economics*, vol. 38, n. 2, ottobre 1966, pagg. 215-220 e Raduzzi, R. e Ribba, A., "The macroeconomics outcome of oil shocks in the small Eurozone economies", *The World Economy*, vol. 43, n. 1, gennaio 2020, pagg. 191-211.

¹⁷ Fino al 2015 i mercati del petrolio e del gas erano fortemente collegati. Pur essendosi gradualmente disaccoppiati in Europa a partire dal 2015, con la diminuzione del grado di indicizzazione dei contratti per il gas rispetto ai prezzi del petrolio, diversi studi suggeriscono che tale disaccoppiamento non è strutturalmente completo. Cfr. l'articolo [Gli andamenti dei prezzi dei beni energetici in rapporto all'evoluzione della pandemia di COVID-19: dai prezzi delle materie prime ai prezzi al consumo](#), op. cit.; Szafraniek, K. e Rubaszek, M., "Have European natural gas prices decoupled from crude oil prices? Evidence from TVP-VAR analysis", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, vol. 28, n. 3, giugno 2024, pagg. 507-530 e Zhang, D. e Ji, Q., "Further evidence on the debate of oil-gas price decoupling: A long memory approach", *Energy Policy*, vol. 113, febbraio 2018, pagg. 68-75.

¹⁸ Cfr. Känzig, D.R., "The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements", *American Economic Review*, vol. 111, n. 4, aprile 2021, pagg. 1092-1125. Känzig propone un nuovo metodo per individuare e quantificare gli shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio, sfruttando la variazione ad alta frequenza dei prezzi dei contratti future sul petrolio in corrispondenza degli annunci dell'OPEC.

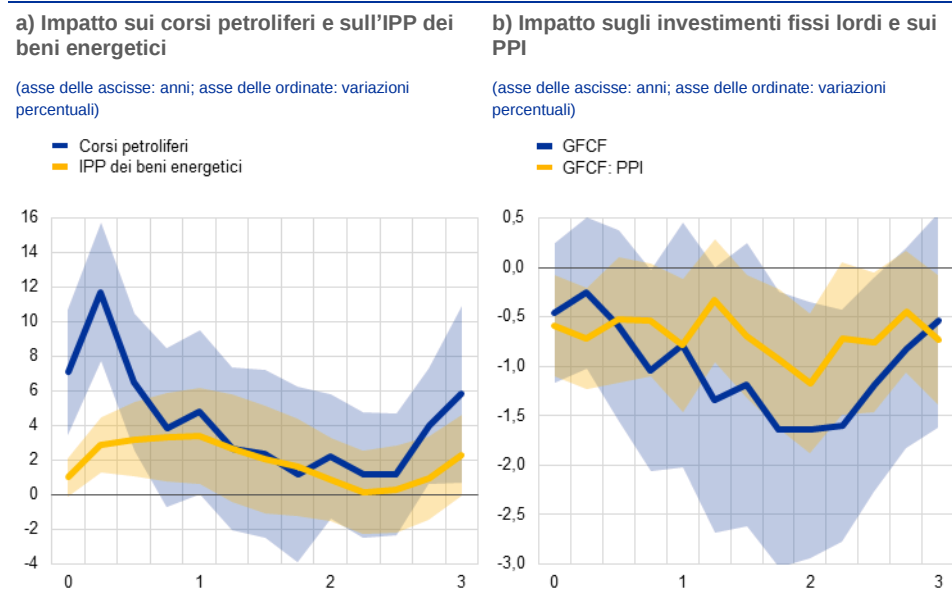
¹⁹ Le modalità alternative per identificare gli shock dal lato dell'offerta petrolifera vanno dall'utilizzo di una serie di shock narrativi fino ad autoregressioni vettoriali strutturate (vector autoregressions, VAR) identificate con restrizioni di segno. Cfr., ad esempio, Caldara, D., Cavallo, M. e Iacoviello, M., "Oil price elasticities and oil price fluctuations", *Journal of Monetary Economics*, vol. 103(C), maggio 2019, pagg. 1-20 e Kilian, L., "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, vol. 99, n. 3, giugno 2009, pagg. 1053-1069. Tuttavia, tali misure sono prive della dimensione prospettica che caratterizza gli shock legati alle notizie sul petrolio.

²⁰ Lo shock è identificato utilizzando variabili strumentali all'interno di un modello VAR; per questo motivo è definito a livello di segno e scala. Per facilitare l'interpretazione dei risultati, nell'articolo la serie di shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio è normalizzata per aumentare dell'1 per cento l'indice dei prezzi alla produzione (IPP) dei beni energetici nell'immediato, il che corrisponde a un'entità dello shock lievemente superiore a una deviazione standard.

intellettuale (PPI), che comprendono la R&S, diminuiscono dell'1 per cento due anni dopo lo shock²¹.

Grafico 3

Impatto degli shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio sulle variabili aggregate



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: i pannelli illustrano i risultati delle stime delle proiezioni locali sugli aggregati macroeconomici. I dati per tutte le regressioni coprono il periodo dal primo trimestre del 1999 al terzo trimestre del 2023. Per i corsi petroliferi, la specificazione della regressione è la seguente: $\Delta_h Y_{j,t+h} = \alpha^h + \beta_h S_t + \Sigma_h X_{t-1} + \varepsilon_{t+h}$. IPP sui beni energetici (indice), GFCF (in termini reali 2015 in euro) e PPI (in termini reali in euro nel 2015) includono i dati panel per i paesi dell'UE-28 e la specificazione segue $\Delta_h Y_{j,t+h} = \alpha^h + \beta_h S_t + \Sigma_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+h}$, dove $Y_{j,t+h}$ è la variabile di risultato di interesse sull'orizzonte h per il paese j , e $X_{j,t-1}$ include una serie di controlli macroeconomici, compresa la variabile dipendente ritardata. Lo shock S_t è normalizzato in modo da far aumentare l'IPP dei beni energetici dell'1 per cento nell'immediato. Le linee continue mostrano le risposte a impulso stimate, mentre le aree ombreggiate rappresentano intervalli di confidenza del 90 per cento basati su errori standard Newey-West, robusti rispetto alla correlazione seriale (per i corsi petroliferi), o errori standard Driscoll-Kraay, robusti rispetto alla correlazione seriale e alla dipendenza intersettoriale.

In linea con le evidenze aggregate, l'analisi a livello di impresa basata sulle società quotate in borsa mostra che gli shock legati alla diffusione di notizie sull'offerta di petrolio esercitano pressioni al ribasso sugli investimenti²².

Come mostrato nel pannello a) del grafico 4, a seguito di uno shock legato alle notizie sull'offerta di petrolio che aumenta l'IPP dei beni energetici dell'1 per cento, la spesa in conto capitale delle società quotate in borsa diminuisce del 2,9 per cento nell'immediato e del 4,1 per cento dopo un anno²³. La spesa per R&S mostra un calo più contenuto, pari a circa lo 0,85 per cento, sia nell'immediato sia un anno dopo lo shock petrolifero (cfr. il pannello b) del grafico 4). Rispetto all'analisi aggregata, i risultati a livello di impresa mostrano un maggiore impatto degli shock sulla spesa in conto capitale e un impatto simile sulla spesa per R&S. Una possibile spiegazione di tale discrepanza risiede nella copertura campionaria. Nel campione Compustat analizzato, la spesa per R&S rappresenta, in media, circa il 60 per cento della spesa aggregata per R&S nel periodo preso a riferimento. Per contro, la copertura del

²¹ I PPI riguardano gli investimenti in attività immateriali, tra cui la R&S, il software e le banche dati, l'esplorazione mineraria e le opere originali nei settori dell'intrattenimento, letterario e artistico.

²² I risultati sono robusti se si escludono la pandemia e la recente crisi energetica, ossia i dati successivi al 2020.

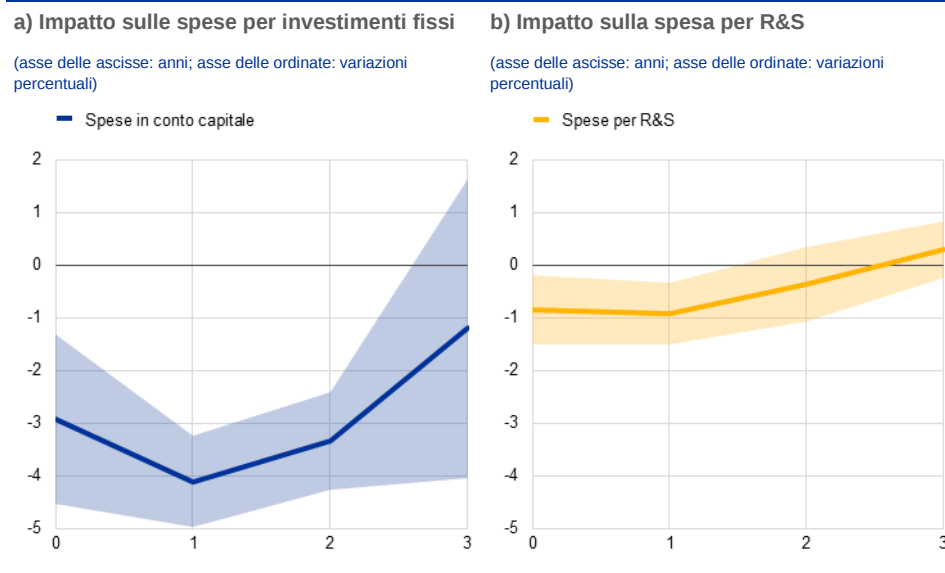
²³ Le spese in conto capitale riguardano il capitale fisso a lungo termine detenuto da società e utilizzato per produrre beni o fornire servizi, compresi terreni, immobili, macchinari, veicoli e attrezzature.

campione per le spese in conto capitale è solo del 20 per cento circa. Ciò suggerisce che la risposta a livello di impresa per la R&S sarà probabilmente più allineata ai risultati aggregati rispetto alla risposta per la spesa in conto capitale. Tuttavia, la natura esatta della differenza in termini di spesa in conto capitale non è nota in anticipo, il che significa che la risposta potrebbe essere superiore o inferiore rispetto al risultato aggregato. Un'analisi della copertura settoriale rivela che le imprese ad alta intensità energetica sono maggiormente rappresentate nel campione a livello di impresa rispetto ai dati aggregati. Nello specifico, nel campione Compustat la spesa in conto capitale delle imprese ad alta intensità energetica è pari a circa il 40 per cento della spesa in conto capitale totale, mentre rappresenta solo il 12 per cento nei dati aggregati²⁴. Nella misura in cui le imprese energivore sono più esposte agli shock energetici, e quindi riducono gli investimenti in misura maggiore rispetto a quelle non energivore, i risultati a livello di impresa sono in linea con quelli aggregati. Questo aspetto è discusso più in dettaglio nel paragrafo successivo.

²⁴ Non tutti i paesi nel campione dichiarano spese per investimenti fissi al livello di classificazione NACE 2, necessarie per distinguere tra i settori ad alta intensità di consumi energetici e quelli non ad alta intensità. Pertanto, il dato del 12 per cento è calcolato solo sul sottocampione dei paesi per i quali tali informazioni sono disponibili, vale a dire: Belgio, Bulgaria, Repubblica ceca, Danimarca, Grecia, Cipro, Lettonia, Ungheria, Austria, Portogallo, Romania, Slovacchia, Finlandia, Svezia, Norvegia e Regno Unito.

Grafico 4

Impatto degli shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio sugli investimenti fissi e sulla spesa per R&S delle imprese



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono alle imprese censite da Standard and Poor's Compustat Global e costituite in paesi dell'UE-28 nel periodo 1999-2022. Sono esclusi i settori finanziario e dei servizi di pubblica utilità. La specificazione econometrica segue da vicino Cloyne, J. et al, "Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment", *Journal of the European Economic Association*, vol. 21, n. 6, 2023, pagg. 2586-2634, che utilizza proiezioni locali dipendenti dallo stato (cfr. Jordà, Ò. e Taylor, A.M., "Local Projections", *NBER Working Paper*, n. 32822, agosto 2024) per stimare la risposta degli investimenti delle imprese a uno shock di politica monetaria. Gli effetti degli shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio (S_t) sono stimati sulle variazioni percentuali di lungo periodo della spesa per capitale e R&S a livello di impresa (Y_t), tenendo conto delle caratteristiche delle imprese che determinano l'effetto complessivo: $\Delta_h Y_{t+h} = a_t^Y + \beta_h S_t + \Sigma_h X_{t+h-1} + \varepsilon_{t+h}$.

Le proiezioni locali dipendenti dallo stato si estendono su un orizzonte di tre anni a partire dallo shock petrolifero, con effetti fissi a livello di impresa ed errori standard raggruppati per impresa e periodo temporale secondo il modello Driscoll-Kraay. La matrice X include i controlli dei valori ritardati delle attività reali dell'impresa, del rapporto tra capitale di rischio e debito, del coefficiente di liquidità (definito come attività liquide rispetto alle passività totali), del margine di profitto, della crescita delle vendite e di quella del PIL del paese in cui ha la sede, unitamente al corrispondente tasso di riferimento della banca centrale. Lo shock S_t è normalizzato in modo da far aumentare l'IPP dei beni energetici dell'1 per cento nell'immediato. Le linee continue mostrano le risposte agli impulsi stimate, mentre le aree ombreggiate mostrano intervalli di confidenza del 90 per cento.

Il ruolo svolto dall'intensità dei consumi energetici è meritevole di considerazione, in quanto le industrie ad alta intensità energetica (energy-intensive industries, EII) sono particolarmente vulnerabili agli shock energetici, a causa del loro fabbisogno di energia. Le industrie energivore

comprendono settori quali i prodotti chimici, i metalli, il cemento e il vetro, e rappresentano circa il 45 per cento dell'elettricità, del gas e del petrolio utilizzati dalle industrie dell'UE, pur rappresentando, nel 2021, meno del 4 per cento del valore aggiunto lordo dell'UE²⁵. Esse forniscono materiali fondamentali per settori quali l'edilizia, l'industria automobilistica e l'elettronica e sono fornitrici importanti di settori che guidano le transizioni verde e digitale²⁶. Di conseguenza, esse svolgono un ruolo chiave sia per gli obiettivi di decarbonizzazione dell'UE sia per la sua autonomia strategica aperta. Tuttavia, le industrie energivore europee sono gravate

²⁵ Secondo la [relazione annuale 2021 della Commissione europea sul mercato unico](#), le EII comprendono diversi settori manifatturieri, tra cui legname e produzioni in legno (ad esclusione dei mobili), paglia e materiali da intreccio, fabbricazione di carta e prodotti di carta, fabbricazione di coke e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio, sostanze e prodotti chimici, produzione di gomma e materie plastiche, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi e produzione di metalli di base.

²⁶ Ad esempio, per ogni 100 euro di produzione a valle del settore privato, sono compresi in media 5 euro di input provenienti da prodotti chimici, minerali e metalli di base (cfr. Draghi, M., op. cit.).

da prezzi dell'energia elettrica notevolmente più elevati rispetto ad altre economie, quali gli Stati Uniti, con un conseguente svantaggio competitivo²⁷.

Anche i vincoli finanziari svolgono un ruolo importante nelle decisioni di investimento delle imprese.

Le condizioni di finanziamento sono da tempo riconosciute nella letteratura accademica quali fattori chiave di incentivazione degli investimenti, in grado di influenzare significativamente la capacità di risposta agli shock da parte delle imprese²⁸. I risultati delle indagini indicano inoltre che i vincoli finanziari spesso emergono quali principali ostacoli agli investimenti, soprattutto in periodi di incertezza economica²⁹. La misurazione dei vincoli finanziari è difficile, giacché non esiste una definizione concordata, ma i dati di bilancio possono essere utilizzati per costruire stime rilevanti. La letteratura indica che le imprese con un debito relativamente elevato (definito come indice di leva finanziaria superiore alla mediana del campione), che sono anche di recente costituzione, possono essere considerate soggette a vincoli finanziari³⁰. Un elevato grado di leva finanziaria limita il finanziamento, giacché le imprese con un debito significativo possono essere considerate più rischiose, il che comporta costi di indebitamento più elevati e condizioni di finanziamento più restrittive. Essere un'impresa giovane, per altro verso, accentua tale vincolo, in quanto le imprese di più recente costituzione potrebbero non disporre di una storia creditizia consolidata, di garanzie reali e flussi di reddito comprovati, rendendo i prestatori più cauti al momento della concessione dei prestiti e limitando, pertanto, la disponibilità di finanziamenti esterni a costi accessibili.

Il verificarsi congiunto di un'elevata intensità energetica e di vincoli di finanziamento può amplificare gli effetti degli shock energetici.

I risultati delle indagini recenti suggeriscono che le imprese che si autodefiniscono soggette a restrizioni creditizie hanno maggiori probabilità di considerare gli aumenti dei costi dell'energia un ostacolo agli investimenti rispetto alle controparti non soggette a vincoli finanziari³¹. L'analisi empirica rivela che, dopo uno shock petrolifero, le imprese soggette a vincoli finanziari nei settori ad alta intensità energetica riducono regolarmente gli investimenti, in modo più marcato rispetto alle altre. Il grafico 5 mostra l'effetto sulle imprese, raggruppate in base all'intensità energetica e ai vincoli finanziari, di uno shock legato alla diffusione di notizie sull'offerta di petrolio che produce nell'immediato un aumento dell'IPP dei beni energetici dell'1 per cento. L'analisi rivela che tutti i gruppi riducono gli investimenti, ma l'appartenenza a un

²⁷ Cfr. *Dashboard for energy prices in the EU and main trading partners 2023*, Commissione europea. Ad esempio, tra il 2020 e la metà del 2022 i prezzi al dettaglio dell'energia elettrica e del gas naturale (al netto di imposte e oneri recuperabili) per le imprese dell'UE sono stati in media più del doppio dei prezzi pagati dalle loro controparti statunitensi. Il prezzo al dettaglio del gasolio (comprese le imposte) nell'UE era leggermente inferiore al doppio del prezzo negli Stati Uniti.

²⁸ Per una panoramica, cfr. Cloyne, J., Ferreira, C., Froemel, M. e Surico, P., "Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment", *Journal of the European Economic Association*, vol. 21, n. 6, dicembre 2023, pagg. 2586-2634.

²⁹ Cfr. *EIB Investment Survey 2024 – European Union overview*, op. cit.

³⁰ Cfr., ad esempio, Durante, E., Ferrando, A. e Vermeulen, P., "Monetary policy, investment and firm heterogeneity", *European Economic Review*, vol. 148, 104251, 2022; e Cloyne, J. et al., op. cit.

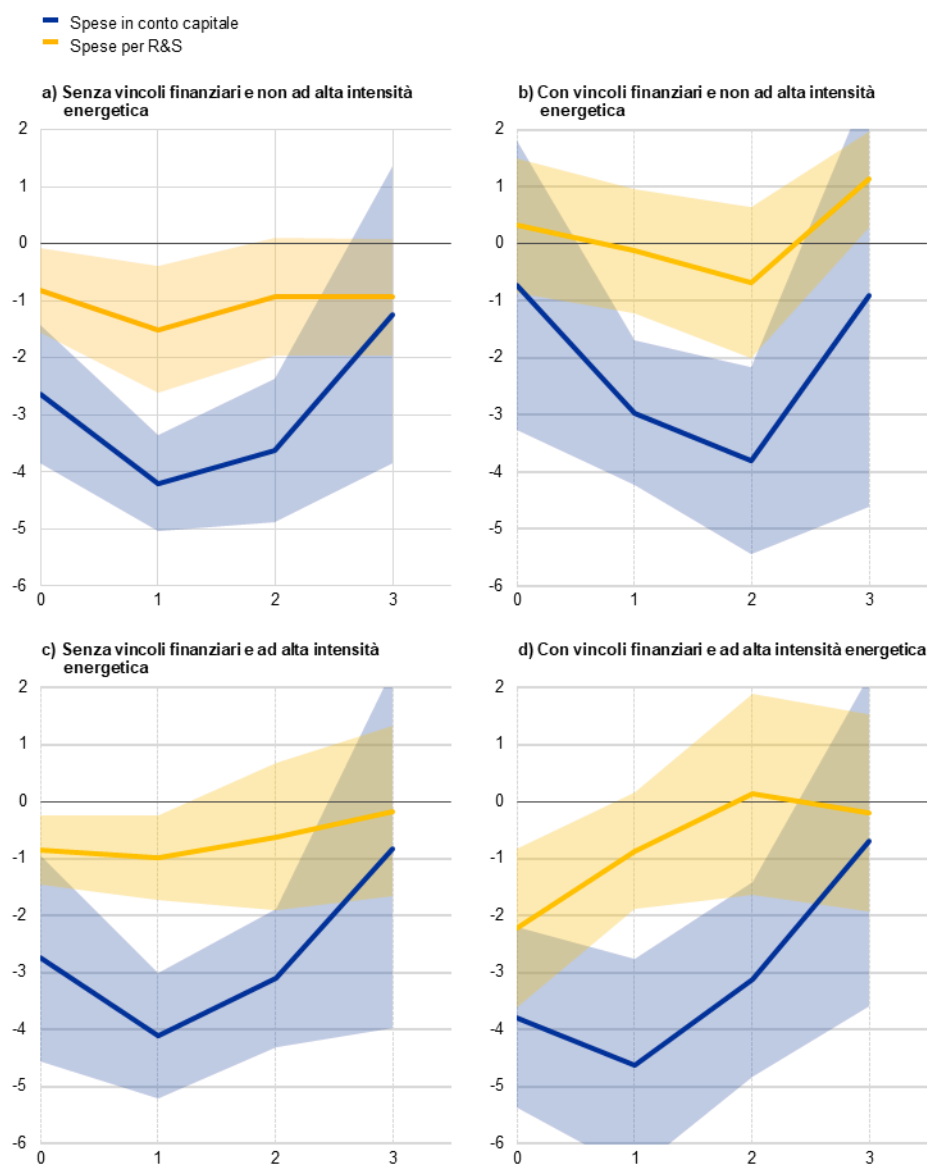
³¹ Cfr. *EIB Investment Survey 2023 – European Union overview*, op. cit.

settore ad alta intensità energetica e la presenza di vincoli finanziari amplificano l'impatto dello shock sia sulla spesa in conto capitale sia su quella per R&S³².

Grafico 5

Impatto degli shock legati alle notizie sull'offerta di petrolio sulla spesa in conto capitale e in R&S per caratteristiche delle imprese (intensità energetica e vincoli di finanziamento)

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



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: per la specificazione econometrica, cfr. le note al grafico 4. Ai fini della presente analisi, le imprese soggette a vincoli finanziari sono quelle con meno di 20 anni di età e che hanno un coefficiente di leva finanziaria superiore alla mediana del campione annuale; ciò implica che il fatto che un'impresa sia o meno soggetta a vincoli finanziari varia nel tempo. La mediana è stata scelta per massimizzare le osservazioni per gruppo, ma i risultati rimangono robusti in relazione alla scelta delle diverse soglie. Le imprese ad alta intensità energetica sono quelle operanti nei settori NACE 2 definite come EII dalla Commissione europea. Le linee continue mostrano le risposte a impulso stimate, mentre le aree ombreggiate indicano intervalli di confidenza del 90 per cento.

³² La differenza tra i gruppi nei pannelli a) e d) nel grafico 5 è statisticamente significativa nell'immediato e dopo un anno.

4 Osservazioni conclusive

Le evidenze presentate in questo articolo suggeriscono che gli shock energetici tendono a comprimere gli investimenti e l'innovazione in Europa, in particolare per le imprese con vincoli finanziari operanti nei settori ad alta intensità energetica. Le imprese quotate in borsa nell'UE riducono gli investimenti in risposta agli shock energetici (approssimati dagli shock petroliferi). L'analisi empirica indica che un aumento dell'1 per cento dei prezzi dell'energia dovuto a shock petroliferi determina una diminuzione significativa della spesa per investimenti in capitale fisso (-4,1 per cento dopo un anno), mentre la spesa per R&S diminuisce dell'1 per cento circa, mostrando un impatto più contenuto. Inoltre, le imprese soggette a vincoli finanziari e ad alta intensità energetica registrano diminuzioni più marcate degli investimenti a seguito di un rincaro del petrolio.

Tali risultati sono in linea con un'ampia letteratura che documenta gli effetti macroeconomici negativi degli shock petroliferi e confermano l'importanza di ridurre la vulnerabilità dell'UE a tali shock. L'UE dipende fortemente dall'importazione di energia, il che la rende più esposta agli shock energetici rispetto ad altre grandi economie. Poiché gli shock energetici esercitano una pressione al ribasso sugli investimenti, e nella misura in cui il rallentamento di questi può portare a un calo della produttività, l'UE rischia di perdere gradualmente competitività. Ne risulta minacciata non solo la prosperità attuale, ma anche quella futura³³.

Le misure di policy a livello sia nazionale sia europeo dovrebbero pertanto mirare a garantire l'approvvigionamento energetico dell'UE, a ridurre i prezzi dell'energia e ad attenuare l'esposizione delle imprese agli shock energetici futuri. Sebbene gli interventi nazionali siano i più adatti ad affrontare questioni specifiche dei singoli paesi, le azioni dell'UE dovrebbero essere volte ad affrontare i problemi condivisi e a promuovere la collaborazione tra paesi. I rapporti Draghi e Letta contengono diverse proposte per affrontare tali questioni³⁴. Tra queste figurano il potenziamento dell'approvvigionamento congiunto di gas importato per aumentare il potere di mercato dell'UE e il ricorso più diffuso a contratti a lungo termine per l'energia elettrica. I due rapporti sottolineano, inoltre, che l'accelerazione e la semplificazione dei processi di autorizzazione, la distribuzione dei fondi dell'UE e la promozione di progetti transfrontalieri per stimolare la produzione di energia rinnovabile rafforzerebbero la sicurezza energetica e ridurrebbero i prezzi dell'energia nel medio termine. Inoltre, il rapporto Draghi suggerisce misure di sostegno mirate per le industrie energivore per garantire che restino competitive, contribuendo nel contempo alla decarbonizzazione. Infine, il progresso dell'unione dei mercati dei capitali potrebbe contribuire ad allentare i vincoli di finanziamento per le imprese, consentendo loro di investire nel miglioramento dell'efficienza energetica. Considerate congiuntamente, queste misure sono potenzialmente in grado di rafforzare la resilienza dell'UE agli shock futuri e di aumentarne la competitività a lungo termine.

³³ Cfr. Draghi, M., op. cit.

³⁴ Cfr. Letta, E., *Much More Than a Market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024; e Draghi, M., op. cit.

Le ragioni alla base della tenuta del mercato del lavoro nell'area dell'euro tra il 2022 e il 2024

a cura di Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder e Marco Weissler

1 Introduzione

Nel periodo successivo alla pandemia, il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha mostrato una notevole capacità di tenuta. Il tasso di disoccupazione è rimasto ai minimi storici e l'occupazione ha mostrato una crescita costante malgrado la debolezza dell'espansione economica e le diverse sfide che hanno interessato l'economia, come la crisi energetica innescata dall'invasione russa dell'Ucraina, le tensioni geopolitiche e il successivo inasprimento della politica monetaria. Tra il quarto trimestre del 2021 e il secondo trimestre del 2024, la crescita cumulata dell'occupazione (3,3 per cento) ha superato di 0,9 punti percentuali la crescita cumulata del PIL in termini reali (2,4 per cento). Si tratta di una differenza significativa se si considera che alla fine del 2021 sia l'occupazione sia il prodotto erano pienamente tornati sui rispettivi livelli precedenti la pandemia. La tenuta dell'occupazione ha tuttavia determinato un calo della crescita della produttività del lavoro, misurata in termini di prodotto medio per dipendente, che è scesa al di sotto della propria già debole tendenza storica.

Margini di profitto più elevati e salari reali più bassi, unitamente a una riduzione della media delle ore lavorate per dipendente, hanno consentito alle imprese di non ridurre il personale e di assumere nuovi lavoratori durante la fase di debole dinamica economica, mentre l'accresciuta partecipazione alle forze di lavoro ha contribuito a far fronte a potenziali carenze di manodopera.

Il brusco rialzo dell'inflazione all'inizio della crisi energetica ha significativamente ridotto i salari reali, rendendo le assunzioni meno costose per le imprese. Ciò ha incentivato queste ultime a favorire l'input di lavoro, dati i rincari degli input energetici e intermedi, contribuendo così alla tenuta della dinamica del mercato del lavoro in un periodo di crescita economica debole. Anche i margini di profitto considerevolmente più elevati hanno consentito alle imprese di assumere ulteriori lavoratori o di mantenere invariati i propri livelli di forza lavoro. A fronte di carenze effettive, o attese, di manodopera, le imprese hanno scelto di non privarsi dei propri dipendenti, considerando il mantenimento della manodopera inutilizzata un'opzione meno costosa rispetto alla ricerca di lavoratori sostitutivi al momento della ripresa da quello che era considerato uno scenario di debolezza economica transitorio. Il calo della media delle ore lavorate per dipendente, in un contesto caratterizzato da una domanda di lavoro ancora robusta, ha incoraggiato le imprese ad assumere un maggior numero di addetti al fine di mantenere invariato l'input di lavoro complessivo. I risultati delle indagini recenti suggeriscono che il mantenimento della manodopera inutilizzata è stato uno dei fattori alla base del calo della media delle ore lavorate per addetto: le imprese hanno ridotto l'orario di lavoro in risposta a ciò

che percepivano come un calo temporaneo della domanda. Inoltre, la crescita sostenuta delle forze di lavoro nel periodo successivo alla pandemia ha incentivato le imprese ad assumere nuovi lavoratori per far fronte a carenze di manodopera effettive o attese. Il tasso di partecipazione alle forze di lavoro è salito al di sopra dei livelli precedenti la pandemia, trainato principalmente dai passaggi dalla condizione di inattività a quella di occupazione. Il contributo maggiore a tale aumento è provenuto da donne, lavoratori in età più avanzata, persone con un livello di istruzione superiore e lavoratori stranieri. Di fronte alla possibilità di carenze di manodopera, in via cautelativa le imprese hanno assunto questi lavoratori disponibili aggiuntivi, nonostante la debolezza dell'attività economica.

Il presente articolo esamina in dettaglio ciascuno di questi quattro fattori, soffermandosi sulla dinamica del mercato del lavoro nel complesso dell'area dell'euro. Le dinamiche favorevoli a livello aggregato riflettono una crescente eterogeneità tra settori, con quelli a bassa produttività a trainare i dati aggregati. Pur riconoscendo le significative differenze esistenti tra i paesi, analizzare il mercato del lavoro dell'area dell'euro a livello aggregato è fondamentale per giungere a una comprensione completa dell'economia reale e delle scelte di imprese e lavoratori che determinano il tasso di incremento di prezzi e salari. Tale analisi, inoltre, fornisce alla BCE informazioni importanti, necessarie perché assuma decisioni di politica monetaria efficaci in linea con il proprio mandato di stabilità dei prezzi.

2 Andamenti del mercato del lavoro dopo la pandemia

Il periodo successivo alla pandemia è stato caratterizzato da una notevole robustezza del mercato del lavoro nell'area dell'euro. La ripresa dell'attività economica dopo la pandemia è stata rapida e si è accompagnata a una forte crescita dell'occupazione. Tale andamento si contrappone a quello osservato nei periodi successivi alla crisi finanziaria mondiale e alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, quando, nonostante la ripresa dell'attività economica, la crescita dell'occupazione fu più lenta. Alla fine del 2021 il numero di lavoratori interessati dalle misure di integrazione salariale, una caratteristica dei mercati del lavoro durante la pandemia, era significativamente diminuito, segnalando l'assenza di effetti di isteresi nel mercato del lavoro o di una significativa necessità di riallocazione dei posti di lavoro nell'area¹. Neppure il rallentamento dell'attività economica a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina e il conseguente brusco rialzo dei prezzi dell'energia hanno avuto impatti negativi evidenti sul mercato del lavoro.

La performance del mercato del lavoro dell'area dell'euro è stata eccezionale se raffrontata con le variazioni del prodotto (cfr. il pannello a) del grafico 1). La relazione tra la crescita dell'occupazione e quella del prodotto, nota come legge di Okun, suggerisce che nel 2022 gli andamenti di occupazione e PIL sono stati sostanzialmente allineati, mentre nel 2023 è emerso un divario. Nel terzo trimestre

¹ Tali andamenti sono stati osservati anche negli Stati Uniti; cfr. Consolo, A. e Petroulakis, F., "Did COVID-19 induce a reallocation wave?", *Economica*, vol. 91, numero 364, ottobre 2024, pagg. 1349-1390. Per l'area dell'euro, cfr. l'articolo1 *Ore lavorate nell'area dell'euro* nel numero 6/2021 di questo Bollettino.

del 2024 la differenza tra l'occupazione effettiva e quella suggerita dalla crescita del PIL è salita a quasi 600.000 lavoratori, pari a circa lo 0,35 per cento del personale dipendente. La forte crescita dell'occupazione rispetto al PIL è stata sostenuta dalla scelta delle imprese di trattenere i propri dipendenti, agevolate dall'aumento degli utili societari, dal calo dei salari reali e dalla riduzione della media delle ore lavorate per addetto, nonché dalla robusta crescita delle forze di lavoro (cfr. il pannello b) del grafico 1)². Il calo della media delle ore lavorate riflette il fatto che a partire dalla fine del 2019 il totale delle ore lavorate sia aumentato in misura soltanto modesta rispetto all'aumento del numero di lavoratori dipendenti, un andamento trattato in dettaglio nella sezione 5 del presente articolo.

La forte crescita dell'occupazione e la debole dinamica del PIL hanno determinato un calo della crescita della produttività. Il rallentamento della crescita della produttività è anteriore alla pandemia, ma ha acquisito slancio a partire dal 2022, grazie all'effetto combinato dei diversi shock negativi che hanno colpito l'area dell'euro³. Nel quarto trimestre del 2022 la dinamica della produttività sul periodo precedente è divenuta negativa, rimanendo da allora ben al di sotto della tendenza pre-pandemica. Su base cumulata è scesa dell'1,3 per cento a partire dal quarto trimestre del 2021. Di recente, tuttavia, sono emersi segnali di un rallentamento del calo della produttività del lavoro, con una crescita tendenziale nulla o lievemente positiva dal primo trimestre del 2024.

Le tendenze relative all'occupazione e alla produttività in termini aggregati celano differenze tra settori. Se, da un lato, la crescita dell'occupazione è stata particolarmente marcata nel comparto delle costruzioni, nel settore pubblico e in quello dei servizi professionali, dall'altro si è mostrata debole nell'industria manifatturiera. Anche il valore aggiunto lordo ha avuto andamenti diversi a seconda dei settori, così come la produttività. La forte crescita dell'occupazione nei settori pubblico e delle costruzioni tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2024 (pari, rispettivamente, all'8,9 e al 7,1 per cento) ha superato quella del valore aggiunto lordo (pari, rispettivamente al 2,3 e al 3,0 per cento), determinando un sensibile rallentamento della dinamica della produttività nei due comparti. Per contro, i servizi di informazione e comunicazione hanno registrato un notevole aumento della crescita della produttività, trainato dalla robusta dinamica del valore aggiunto lordo. Per alcuni settori l'evoluzione della crescita della produttività ha vissuto due fasi distinte: il periodo acuto della pandemia, tra il quarto trimestre del 2019 e il quarto trimestre del 2021, e il periodo successivo alla pandemia, dopo il primo trimestre del 2022. Nel settore manifatturiero, ad esempio, la crescita cumulata della produttività per addetto e per ora lavorata si è collocata, rispettivamente, all'8,6 e al 7,8 per cento durante il periodo acuto della pandemia. Con il brusco rialzo dei prezzi dell'energia nel 2022, tuttavia, la dinamica della produttività è diventata negativa e la crescita cumulata della produttività per addetto e per ora lavorata nel periodo post-pandemico è scesa, rispettivamente, al -2,4 e al -2,9 per cento. Anche i settori dei servizi ad alto livello di interazione, come quelli ricettivi e di ristorazione,

² Per un esame approfondito del concetto di mantenimento della manodopera inutilizzata, cfr. Biddle, J., "The Cyclical Behavior of Labour Productivity and the Emergence of the Labour Hoarding Concept", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, n. 2, 2014, pagg. 197-212.

³ 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.

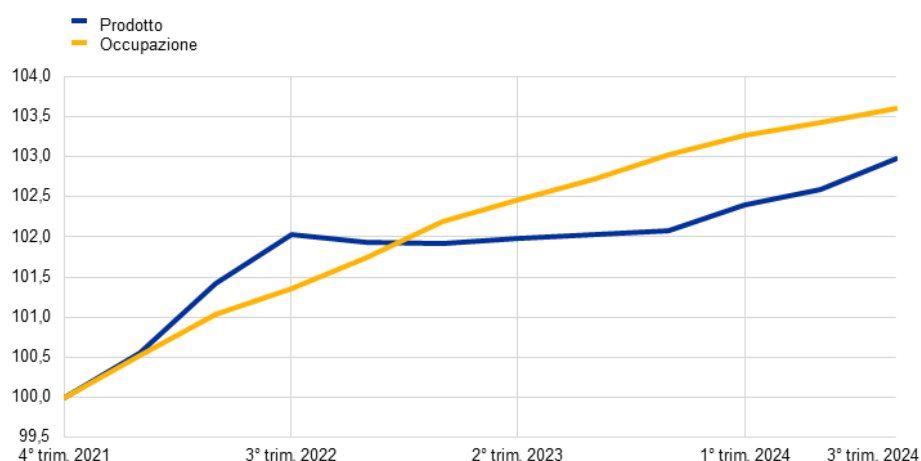
hanno registrato una crescita della produttività per addetto e per ora lavorata pari all'1,6 per cento durante il periodo acuto della pandemia. Nella fase post-pandemica la crescita cumulata della produttività per addetto è rimasta positiva in questi settori, salendo all'1,6 per cento, ma la crescita della produttività per ora lavorata è diminuita dello 0,1 per cento.

Grafico 1

Andamenti del mercato del lavoro

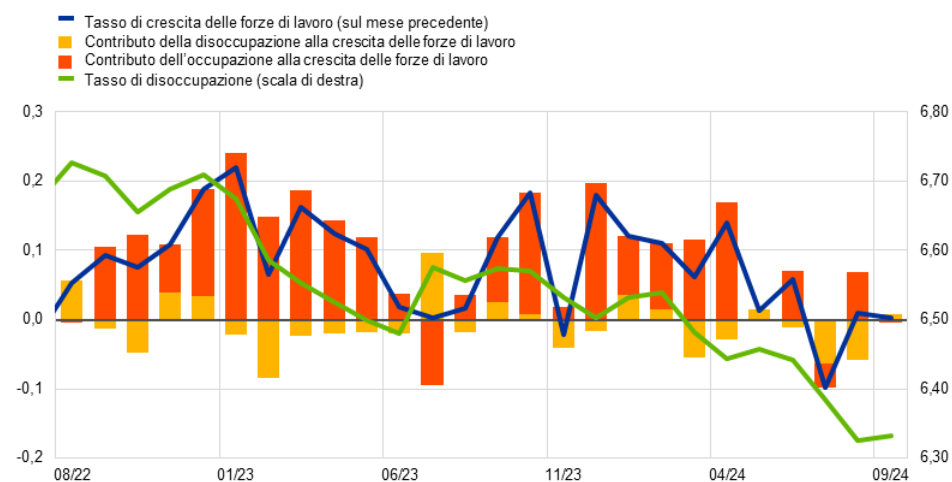
a) Crescita del PIL in termini reali e dell'occupazione

(indice: 4° trim. 2021 = 100)



b) Crescita delle forze di lavoro e contributi dell'occupazione e della disoccupazione

(contributi e valori percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per la crescita del PIL in termini reali e dell'occupazione (pannello a) e a settembre 2024 per la crescita delle forze di lavoro (pannello b).

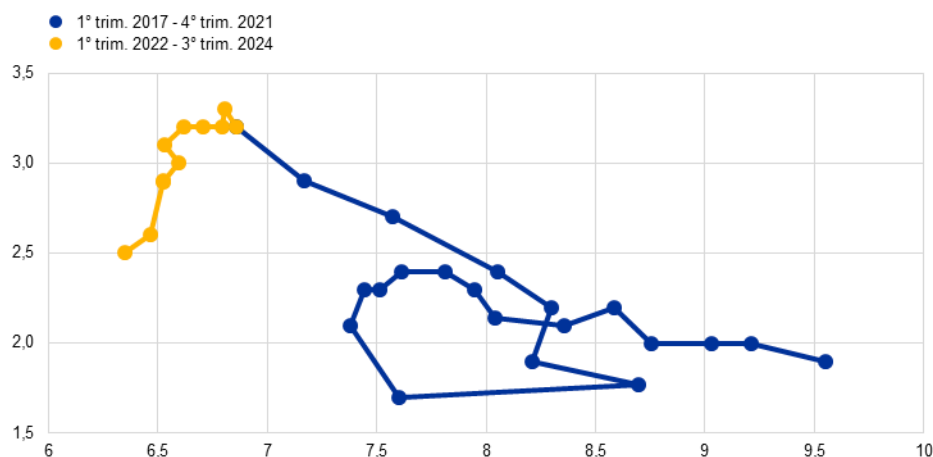
Il tasso di disoccupazione è rimasto ai minimi storici. A settembre 2024 il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato al 6,3 per cento: si tratta del valore più basso mai registrato dall'introduzione della moneta unica, inferiore di 1,1 punti percentuali al livello precedente la pandemia osservato a gennaio 2020. Il calo del tasso di disoccupazione è stato generalizzato tra i vari paesi, con alcune differenze. In questo periodo la Spagna e l'Italia, ad esempio, hanno registrato le

maggiori riduzioni di tale tasso (-2,6 e -3,5 punti percentuali, rispettivamente), mentre la Germania ha registrato un lieve aumento (+0,3 punti percentuali). A livello dell'area dell'euro la flessione è stata determinata da un lieve calo del numero di disoccupati, di circa 1,3 milioni di unità, associato a un significativo aumento delle forze di lavoro, salite di 8,6 milioni di unità rispetto a gennaio 2020.

Grafico 2

La curva di Beveridge

(asse delle ascisse: tassi di disoccupazione; asse delle ordinate: tassi di posti vacanti)



Fonte: Eurostat.

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

La domanda di lavoro è rimasta robusta nel periodo successivo alla pandemia, pur avendo iniziato a diminuire più di recente. Il tasso di posti vacanti ha raggiunto il valore massimo del 3,3 per cento nel secondo trimestre del 2022, segnalando condizioni tese nel mercato del lavoro, nonostante un peggioramento dell'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta di lavoro. Da allora questo tasso si è gradualmente ridotto, scendendo al 2,5 per cento nel terzo trimestre del 2024, livello superiore di appena 0,2 punti percentuali rispetto a quello precedente la pandemia. Il calo della domanda di lavoro negli ultimi trimestri, associato a un tasso di disoccupazione stabile, ha determinato una curva di Beveridge verticale e un miglioramento dell'efficienza dell'incontro tra domanda e offerta (cfr. il grafico 2).

Riquadro 1

Andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro rispetto ad altre economie avanzate

a cura di António Dias da Silva, Ramón Gómez-Salvador, Isabella Moder e Matthias Mohr

Tra il primo trimestre del 2022 e il secondo trimestre del 2024 il tasso di crescita del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro è stato superiore a quello registrato nel Regno Unito e negli Stati Uniti⁴. Dal punto di vista strutturale, tuttavia, l'area dell'euro presenta un tasso di disoccupazione molto più elevato e tassi di partecipazione e di occupazione di gran lunga inferiori rispetto a quelli del Regno Unito e degli Stati Uniti.

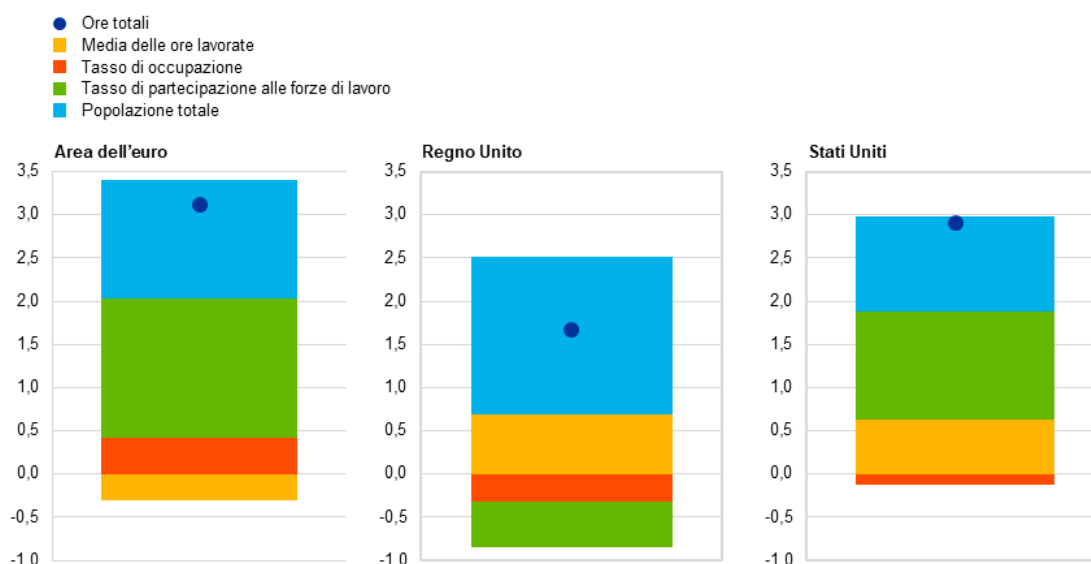
⁴ Cfr. anche il riquadro 1 *La ripresa dopo la pandemia: perché nell'area dell'euro la crescita è più lenta rispetto agli Stati Uniti?* nel numero 4/2024 di questo Bollettino e il riquadro 1 *Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: andamenti a breve e lungo termine* nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

L'input di lavoro è aumentato di circa il 3 per cento nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, mostrandosi invece più contenuto nel Regno Unito, dove si è collocato intorno all'1,5 per cento (cfr. il grafico A)⁵. La crescita demografica e gli aumenti dei tassi di partecipazione alle forze di lavoro sono stati i due fattori che hanno contribuito all'aumento delle ore lavorate nell'area dell'euro e negli Stati Uniti. Al contrario, la media delle ore lavorate è diminuita nell'area dell'euro, ma è aumentata negli Stati Uniti, mentre il tasso di occupazione è salito nell'area dell'euro e sceso negli Stati Uniti. Quanto al Regno Unito, due fattori chiave hanno ridotto il totale delle ore lavorate: in primo luogo, un calo del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e, in secondo luogo, una flessione del tasso di occupazione. Per contro, il contributo della crescita demografica è stato significativamente maggiore nel Regno Unito che nell'area dell'euro o negli Stati Uniti.

Grafico A

Contributi del mercato del lavoro al totale delle ore lavorate

(variazioni percentuali cumulate tra il 1° trim. del 2022 e il 2° trim. del 2024 e contributi in punti percentuali)



Fonti: OCSE, Eurostat, Office for National Statistics del Regno Unito e Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

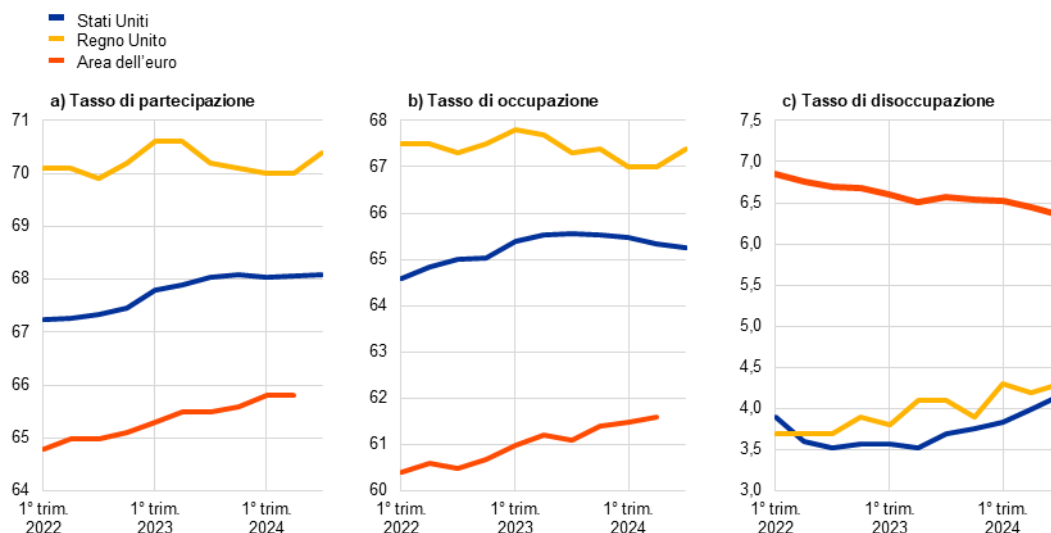
Le variazioni segnate dalle principali variabili del mercato del lavoro nel corso del tempo mostrano che quello dell'area dell'euro si è mantenuto relativamente robusto negli ultimi trimestri (cfr. il grafico B). Nell'area il tasso di partecipazione ha continuato a salire, benché a un ritmo inferiore nella prima metà del 2024. Il tasso di occupazione è costantemente aumentato, a differenza di quanto avvenuto negli Stati Uniti, dove ha registrato un sensibile rallentamento, e nel Regno Unito, dove è rimasto sostanzialmente stabile nel periodo considerato. Mentre continua a diminuire nell'area dell'euro, il tasso di disoccupazione ha iniziato ad aumentare sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti.

⁵ È opportuno precisare che i dati statistici ricavati dall'indagine sulle forze di lavoro (Labour Force Survey) condotta dall'Office for National Statistics del Regno Unito sono caratterizzati da un notevole grado di incertezza; cfr. l'articolo "Uncertainties around Labour Force Survey data", *Monetary policy report*, Bank of England, maggio 2024.

Grafico B

Principali variabili del mercato del lavoro negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro

(valori percentuali)



Fonti: OCSE, Eurostat, Office for National Statistics del Regno Unito e Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024 per gli Stati Uniti e il Regno Unito, al terzo trimestre del 2024 per il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro e al secondo trimestre del 2024 per il tasso di partecipazione e il tasso di occupazione nell'area.

Nel complesso, il mercato del lavoro dell'area dell'euro necessita di miglioramenti strutturali per raggiungere i livelli di occupazione, partecipazione e disoccupazione osservati nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Gli andamenti recenti mostrano che sono stati compiuti alcuni progressi, dato che il mercato del lavoro dell'area registra tassi di occupazione e di partecipazione più elevati e un calo più marcato del tasso di disoccupazione. Tuttavia, i miglioramenti di tale mercato potrebbero diventare più difficili da conseguire in un contesto in cui la dinamica della produttività dovesse rimanere debole.

3 Il ruolo della sostituzione dei fattori nella dinamica dell'occupazione

Dalla fine della pandemia la crescita dell'occupazione ha superato in misura significativa quella dell'attività economica. Storicamente, secondo la legge di Okun, in genere la crescita dell'occupazione aumenta a circa la metà del tasso di crescita del PIL in termini reali, con stime delle elasticità di Okun che oscillano tra 0,2 e 0,5. La dinamica dell'occupazione, tuttavia, ha superato quella del PIL a partire dal 2022, con elasticità doppie rispetto alle stime convenzionali (cfr. il pannello a) del grafico 3). Questo fenomeno rispecchia i deboli andamenti della produttività osservati all'interno dell'area dell'euro.

Il calo dei salari reali all'inizio della crisi energetica ha contribuito allo scollamento tra la crescita dell'occupazione e quella del prodotto. L'aumento dell'inflazione durante la recente crisi energetica ha determinato un calo dei salari reali in quanto l'adeguamento dei salari nominali si è verificato con un certo ritardo. Inizialmente, inoltre, la flessione dei salari reali ha sopravanzato quella della

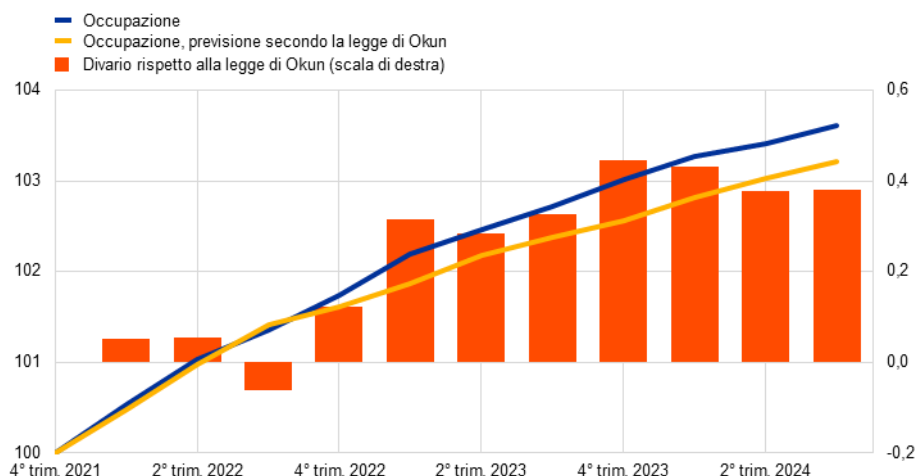
produttività⁶. Questo divario tra salari reali e produttività ha favorito la creazione di posti di lavoro incentivando le imprese ad assumere, o a trattenere, un numero maggiore di lavoratori, dato che l'input di lavoro era percepito come meno costoso rispetto ad altri input (cfr. il pannello b) del grafico 3).

Grafico 3

Legge di Okun, produttività e salari reali

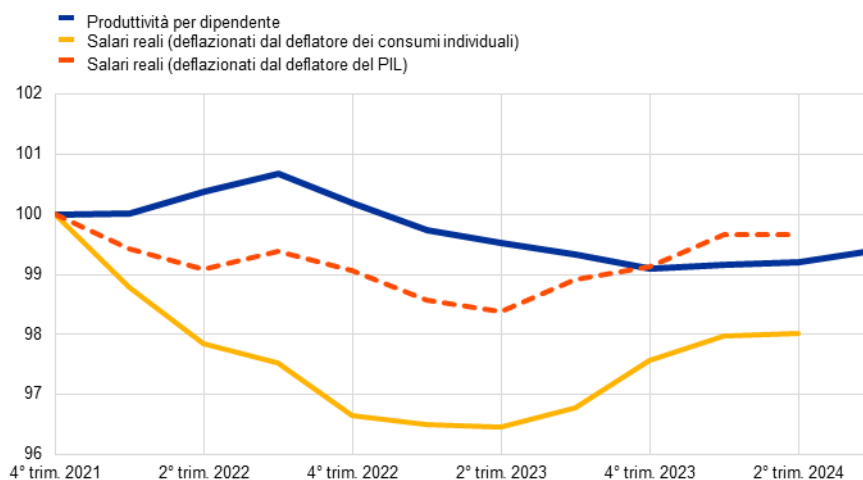
a) Legge di Okun

(indice: 4° trim. 2021 = 100 e punti percentuali)



b) Produttività e salari reali

(indice: 4° trim. 2021 = 100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024, ad eccezione dei salari reali, per i quali si riferiscono al secondo trimestre del 2024. Nel pannello a) le barre rosse mostrano le deviazioni (in punti percentuali) dalla legge di Okun, stimate come un modello autoregressivo con ritardo distribuito (1,1) sul campione per il periodo tra il primo trimestre del 1995 e il secondo trimestre del 2024, con variabili dummy che tengono conto delle dinamiche straordinarie nel secondo e terzo trimestre del 2020. Il pannello b) mostra i salari reali deflazionati sia con il deflatore dei consumi privati (linea gialla) sia con il deflatore del PIL (linea rossa tratteggiata). La produttività è misurata come prodotto per dipendente.

⁶ Il calo dei salari reali all'indomani della crisi energetica emerge quando i salari nominali sono deflazionati con il deflatore del PIL in termini reali (adeguato a un'analisi approfondita dell'attività economica, come quella condotta mediante un modello autoregressivo vettoriale bayesiano). È persino più evidente quando i salari nominali sono deflazionati con il deflatore dei consumi (per riflettere le variazioni del costo della vita).

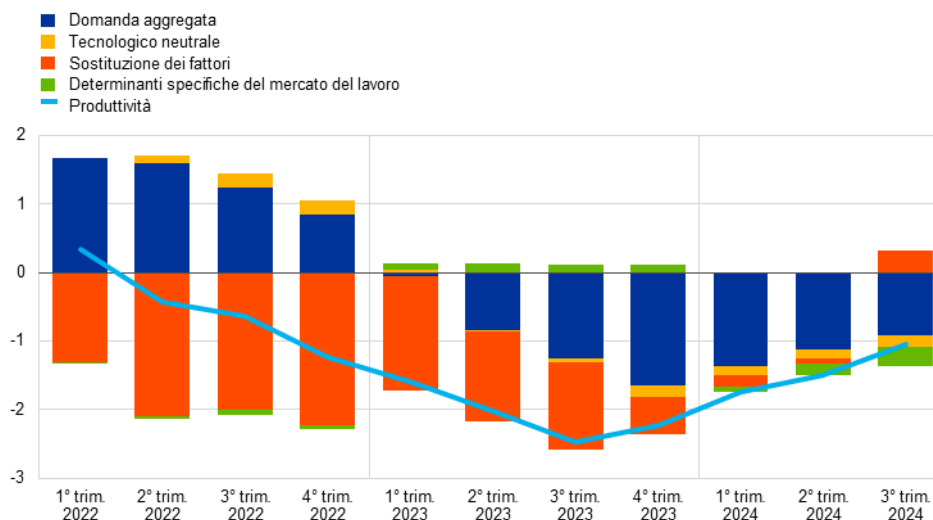
Un fattore chiave alla base della dissociazione tra prodotto e occupazione, responsabile di una crescita negativa della produttività, è la sostituzione dei fattori di produzione. Un'analisi basata su un modello di autoregressione vettoriale bayesiano strutturale fa luce sui fattori chiave alla base del disaccoppiamento tra le oscillazioni del prodotto e quelle dell'occupazione, nonché sulla prociclicità della produttività del lavoro. Il modello incorpora uno shock di sostituzione dei fattori, che coglie la sostituzione diretta del lavoro con altri input produttivi, quali i beni intermedi, l'energia e il capitale⁷. Per i periodi in cui si verificano crisi energetiche e interruzioni lungo le catene di approvvigionamento, questo shock punta a cogliere la riallocazione tra gli input a seguito di uno shock dei prezzi relativi, finalizzata a favorire l'opzione più economica. Quando i salari reali diminuiscono rispetto ai prezzi degli altri input, il lavoro diventa più conveniente dei beni energetici, di investimento e intermedi, dando naturalmente luogo a effetti di riallocazione e di sostituzione. La significatività dello shock di sostituzione dei fattori è illustrata dalle barre rosse nel grafico 4, da cui emerge che tale shock ha un impatto consistente sull'andamento della produttività poiché fa calare il prodotto e aumentare l'occupazione. Di conseguenza, il modello riconduce gran parte del recente calo della produttività a fattori di natura ciclica. Tale contrazione è stata accentuata dalla tenuta del mercato del lavoro, favorita dallo shock di sostituzione dei fattori. Con il venir meno delle determinanti alla base dello shock di sostituzione dei fattori, come la normalizzazione dei prezzi degli input energetici e intermedi, si è osservata una modesta ripresa della produttività.

⁷ Lo shock di sostituzione dei fattori è uno shock tecnologico, che contribuisce alla correlazione condizionata negativa tra prodotto e occupazione. La sostituzione dei fattori rilevata da questo shock può verificarsi sia a livello di impresa, con una variazione degli input di produzione, sia a livello di settore, con un incremento della quota di quelli a elevata intensità di lavoro rispetto agli altri settori. Per una descrizione più dettagliata del modello, cfr. il riquadro 4 [Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli](#) nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Grafico 4

Scomposizione storica della produttività del lavoro

(variazioni percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonte: riquadro 4 *Le determinanti della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro dopo la pandemia: una prospettiva basata su modelli* nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

Note: la produttività è misurata come prodotto per dipendente. La linea azzurra mostra la crescita della produttività sul periodo corrispondente in termini della sua deviazione dalla componente deterministica. Le barre mostrano il contributo in punti percentuali di ciascuno shock. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

Ulteriori fattori hanno sostenuto la dinamica dell'occupazione nel contesto della stagnazione economica.

La ripresa della domanda ha sostenuto la crescita dell'occupazione e del prodotto fino agli inizi del 2023. Da allora, l'indebolimento della domanda ha comportato un rallentamento più brusco per l'attività economica che per la crescita dell'occupazione, accentuando le deviazioni dalla legge di Okun (cfr. le barre blu del grafico 4). Uno shock tecnologico neutrale (cfr. le barre gialle del grafico 4), indicativo di un calo della produttività totale dei fattori, ha esercitato un impatto ampiamente negativo sulla crescita sia del prodotto sia dell'occupazione, principalmente a causa delle strozzature dal lato dell'offerta a livello mondiale, senza impatti rilevanti sulla produttività. Per il 2022 il modello attribuisce effetti negativi minimi alle determinanti specifiche del mercato del lavoro (cfr. le barre verdi del grafico 4), quali le variazioni dei tassi di partecipazione alle forze di lavoro e l'accresciuto potere contrattuale dei lavoratori. Questi effetti sono stati parzialmente riassorbiti nel 2023. Il recupero dei salari reali rende meno rilevante la sostituzione dei fattori e favorisce un riallineamento tra la dinamica dell'occupazione e quella del prodotto, nonché una ripresa della produttività.

4 Il ruolo dei profitti nel mantenimento della manodopera inutilizzata nell'area dell'euro

L'aumento dei margini di profitto ha consentito alle imprese di mantenere i propri dipendenti più a lungo del solito, nonostante il calo dei ricavi⁸. Secondo recenti stime della BCE i margini di profitto più elevati hanno migliorato la capacità delle imprese di conservare organici invariati in caso di shock avversi alle loro prospettive economiche⁹. La decisione delle imprese di mantenere la manodopera inutilizzata è razionale e coerente con gli obiettivi di massimizzazione dei profitti a lungo termine. Le imprese scelgono di favorire questa condotta quando i costi di licenziamento, riassunzione e formazione superano i costi connessi al mantenimento dei dipendenti. Un accresciuto mantenimento della manodopera inutilizzata si verifica quando le imprese si attendono una riduzione solo temporanea della domanda dei loro beni e servizi. Se è previsto un calo permanente della domanda, le imprese non hanno alcun incentivo a trattenere i dipendenti, in quanto l'input di lavoro di questi ultimi non sarebbe necessario.

L'indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata è rimasto al di sopra della media storica a partire dal primo trimestre del 2022, ma ha iniziato a indebolirsi nel 2024, principalmente per effetto dell'attività economica più contenuta¹⁰. La quota di imprese dell'area dell'euro che hanno mantenuto manodopera inutilizzata è stata relativamente stabile, intorno al 12,2 per cento, fino all'inizio della pandemia, quando è sensibilmente aumentata, passando dal 14,7 per cento nel quarto trimestre del 2019 al 26,7 per cento nel primo trimestre del 2020. L'indicatore si è mantenuto su livelli elevati da allora, pur mostrando alcune variazioni cicliche, tra le quali un secondo brusco incremento in corrispondenza del rialzo dei prezzi dei beni energetici. Nella prima metà del 2024 l'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata si è indebolito, scendendo dal 22 per cento del terzo trimestre del 2023 al 16 per cento nel secondo trimestre del 2024 (cfr. il pannello a) del grafico 5). Per il terzo trimestre del 2024

⁸ Nella recente indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE, un terzo degli intervistati ha affermato che la redditività degli ultimi tempi aveva reso più conveniente il mantenimento della manodopera inutilizzata. Cfr. il riquadro 4 [Risultati di un'indagine condotta presso le imprese leader sulle tendenze del mercato del lavoro e sull'adozione dell'IA generativa](#) nel numero 6/2024 di questo Bollettino.

⁹ Cfr. il riquadro 3 [L'aumento dei margini di profitto ha aiutato le imprese ad accumulare manodopera](#) nel numero 4/2024 di questo Bollettino. Nel presente articolo l'aumento dei margini di profitto è stato calcolato utilizzando i dati a livello di impresa ricavati dall'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento ([Survey on the Access to Finance of Enterprises](#)) e dalla banca dati Orbis di Moody's sui bilanci delle imprese. In tale banca dati i margini di profitto sono definiti come il rapporto tra i profitti al lordo delle imposte e i ricavi di gestione di un'impresa. La crescita dei margini di profitto calcolata utilizzando i dati a livello di impresa per il periodo 2021-2022 è coerente, sebbene non direttamente comparabile, con l'aumento dei profitti per unità di prodotto registrato a livello macro mediante i dati aggregati delle contabilità nazionali. Per il macro-indicatore dei profitti per unità di prodotto, cfr. il riquadro 6 [Indicatori di profitto per l'analisi dell'inflazione alla luce del ruolo dei costi totali](#) nel numero 4/2024 di questo Bollettino.

¹⁰ L'indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata misura la quota di imprese che non hanno ridotto il numero di dipendenti nonostante un peggioramento delle proprie prospettive economiche. È elaborato utilizzando i dati ricavati dall'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento e viene definito come la quota di imprese che, nonostante un peggioramento delle proprie prospettive, non hanno ridotto il numero di dipendenti nel trimestre in corso. L'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata può essere scomposto in due margini: a) un margine di attività, che coglie la quota di imprese che subiscono un deterioramento delle proprie prospettive; e b) un margine di occupazione, che indica la quota di imprese che, pur segnalando un deterioramento delle proprie prospettive, non hanno ridotto il numero di dipendenti.

l'indicatore segnala una lieve ripresa ciclica del mantenimento di manodopera inutilizzata, tuttavia a livelli significativamente inferiori rispetto al picco del 27,4 per cento osservato nel terzo trimestre del 2022. Il principale fattore all'origine dell'ampio indebolimento di tale indicatore è il margine di attività inferiore (cfr. il pannello b) del grafico 5). Poiché tale margine mostra in che misura gli shock avversi incidono sulle prospettive delle imprese, ciò suggerisce una graduale ripresa dallo shock dei prezzi dei beni energetici nell'area dell'euro. Inoltre, il margine di occupazione, che riflette la capacità delle imprese di mantenere i propri lavoratori in presenza di tali shock, è gradualmente diminuito, suggerendo il venir meno delle riserve che hanno consentito alle stesse di mantenere le proprie forze di lavoro. Nel secondo trimestre del 2024 il margine di occupazione è tornato sul livello precedente la pandemia, pari al 73 per cento; tuttavia, nel terzo trimestre è sceso al 70 per cento, registrando un calo di 8 punti percentuali rispetto al picco del 78 per cento osservato nel 2022-2023. Ciò suggerisce che le imprese che risentono ancora degli shock negativi dispongono ora di minori possibilità di mantenere le proprie forze di lavoro rispetto al passato, un aspetto che potrebbe essere rilevante considerato l'aumento delle retribuzioni contrattuali, e di conseguenza del costo del lavoro, osservato nel 2024¹¹.

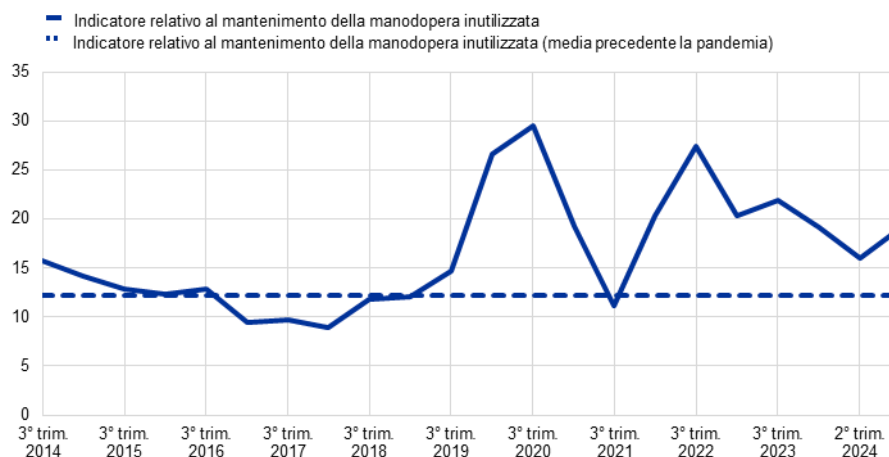
¹¹ Cfr. Bing, M., Holton, S., Koester, G. e Roca I Llevadot, M., "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", *Il Blog della BCE*, BCE, 23 maggio 2024.

Grafico 5

Indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata

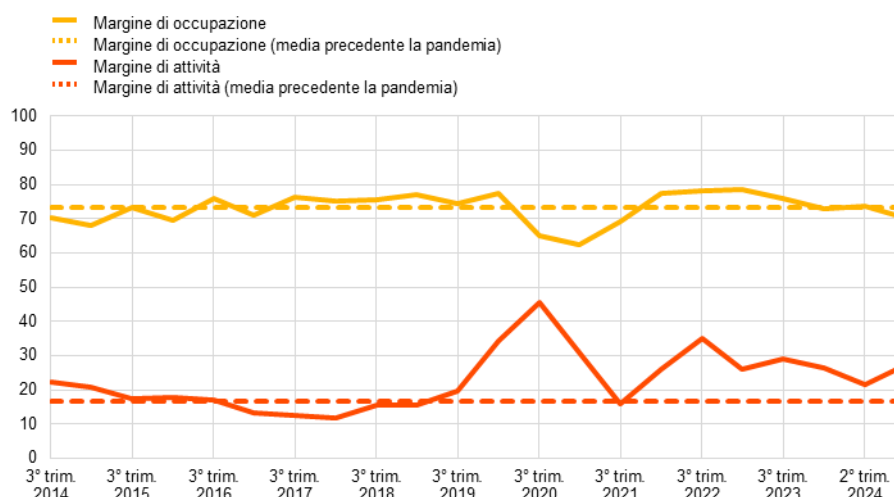
a) Indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata

(percentuale di imprese)



b) Margine di attività e margine di occupazione

(quota delle imprese in percentuale)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Note: nel pannello a) l'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata mostra la percentuale di imprese che non hanno ridotto le forze di lavoro nonostante un peggioramento delle proprie prospettive economiche. Nel pannello b) il margine di attività coglie la percentuale di imprese che hanno subito un deterioramento delle proprie prospettive nel semestre precedente, mentre il margine di occupazione si riferisce alla percentuale di imprese che hanno segnalato un deterioramento delle proprie prospettive nello stesso periodo, ma non hanno ridotto le proprie forze di lavoro. Fino alla fine del 2023, le edizioni dell'indagine SAFE relative al primo trimestre riguardavano il periodo compreso tra ottobre di un anno e marzo dell'anno successivo; le edizioni relative al terzo trimestre riguardavano il periodo compreso tra aprile e settembre dello stesso anno. A partire dal 2024, le edizioni dell'indagine SAFE hanno cadenza trimestrale. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

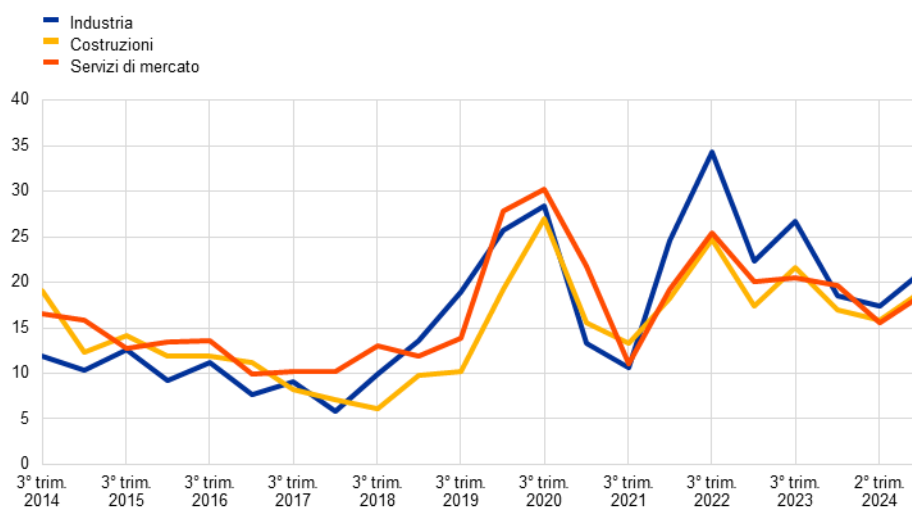
Nonostante l'aumento ciclico, l'indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata continua a segnalare una graduale diminuzione della capacità, o della volontà, delle imprese di mantenere le proprie forze di lavoro, una tendenza generalizzata tra i vari settori e particolarmente marcata nel comparto dei servizi di mercato (cfr. il grafico 6). Nel terzo trimestre del 2024 l'aumento ciclico dell'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata è stato comune ai settori dell'industria, delle costruzioni e dei servizi di mercato. Ciò segnala una debolezza sistemica aggregata dell'economia che non è

trainata da un singolo settore. Sebbene l'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata sia lievemente aumentato nel terzo trimestre del 2024, la tendenza complessiva indica un graduale ritorno ai livelli precedenti la pandemia in tutti i macro-settori dell'attività economica. Nel terzo trimestre del 2024 l'indicatore è inoltre diminuito su base annua in tutti i comparti, facendo registrare, rispetto allo stesso trimestre del 2023, un calo di 5,6 punti percentuali nell'industria, di 2,7 nelle costruzioni e di 2,0 nel settore dei servizi di mercato. La riduzione del mantenimento di manodopera inutilizzata osservata nel comparto dei servizi di mercato nel terzo trimestre del 2024 è stata determinata sia da un margine di attività inferiore (meno 1,2 punti percentuali rispetto al terzo trimestre del 2023) sia da un margine di occupazione più ristretto (meno 4,3 punti percentuali). Al contrario, nell'industria e nelle costruzioni il calo del margine di attività nel terzo trimestre del 2024 (pari a circa 3,5 punti percentuali per l'industria e a 1,7 per le costruzioni, rispetto allo stesso trimestre del 2023) è stato compensato da un aumento del margine di occupazione in entrambi i settori e ciò ha determinato, in tali comparti, una diminuzione dell'indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata inferiore rispetto a quanto suggerirebbe il margine di attività.

Grafico 6

Indicatore della BCE relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata per settore di attività economica

(percentuale di imprese)



Fonte: indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento (Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE).

Note: l'indicatore relativo al mantenimento della manodopera inutilizzata rappresenta la percentuale di imprese che non hanno ridotto le forze di lavoro nonostante un peggioramento delle proprie prospettive economiche. Fino alla fine del 2023, le edizioni dell'indagine SAFE relative al primo trimestre riguardavano il periodo compreso tra ottobre di un anno e marzo dell'anno successivo; le edizioni relative al terzo trimestre riguardavano il periodo compreso tra aprile e settembre dello stesso anno. Le ultime osservazioni si riferiscono al terzo trimestre del 2024.

È importante continuare a monitorare la tenuta delle imprese agli shock avversi, nonché la loro capacità di mantenere la manodopera inutilizzata se necessario. Le imprese dell'area dell'euro hanno dimostrato un'elevata capacità di tenuta a fronte delle condizioni economiche particolarmente avverse derivanti dalle misure di chiusura imposte dalla pandemia e dall'impennata dei prezzi dell'energia. Gli elevati margini di profitto e il cospicuo mantenimento di manodopera inutilizzata hanno sostenuto la crescita dell'occupazione a partire dal brusco aumento

dell'inflazione. L'attesa normalizzazione di tali fattori potrebbe determinare un graduale rallentamento della crescita dell'occupazione nei prossimi anni e conferire maggiore rilevanza ad altri canali di aggiustamento all'interno del mercato del lavoro dell'area dell'euro, quali le variazioni dell'offerta di manodopera dovute a una maggiore partecipazione alle forze di lavoro o le fluttuazioni cicliche dei tassi di disoccupazione e dei passaggi dalla condizione di occupazione a quella di inattività in caso di debolezza della domanda di lavoro.

5 Andamenti della media delle ore lavorate

La media delle ore lavorate per dipendente è rimasta su un livello relativamente basso in seguito alla pandemia, ma ha contribuito alla tenuta del mercato del lavoro in termini di margine estensivo. Nel secondo trimestre del 2024, la media delle ore lavorate si è confermata inferiore di 1,2 punti percentuali rispetto al quarto trimestre del 2019 (cfr. il pannello a) del grafico 7): ciò significa che nel 2024 il dipendente medio dell'area dell'euro ha lavorato cinque ore in meno per trimestre rispetto al periodo precedente la pandemia. Il calo della media delle ore lavorate è riconducibile principalmente al settore pubblico e a quello manifatturiero (-2,0 e -1,3 per cento rispettivamente), tuttavia nessun settore, ad eccezione del comparto immobiliare, è tornato sui livelli precedenti la pandemia a causa delle variazioni sia nella domanda sia nell'offerta di lavoro.

La crescita dell'occupazione ha continuato a mostrare una buona tenuta, nonostante un rallentamento della domanda in alcuni settori e un calo della media delle ore lavorate. I dati recenti forniti dall'indagine SAFE e dall'indagine telefonica presso le imprese condotta dalla BCE mostrano che il calo delle ore lavorate è stato determinato, in qualche misura, anche da una minore necessità di lavoratori. Le imprese, in particolare quelle del settore manifatturiero, hanno segnalato una domanda più debole quale determinante chiave della riduzione dell'orario di lavoro. Unitamente agli attuali livelli di domanda, le imprese hanno confermato che il mantenimento di manodopera inutilizzata è stato un fattore rilevante alla base del calo del numero di ore lavorate per dipendente. Secondo le imprese, la diminuzione della media delle ore lavorate riconducibile alla minore domanda aveva pertanto una componente strutturale, a causa delle difficoltà legate all'assunzione di nuovi lavoratori, nonché una componente ciclica, che potrebbe venir meno con l'aumento della domanda.

Dal lato dell'offerta di lavoro, la contrazione della media delle ore lavorate è da ricondurre principalmente alla riduzione delle ore di straordinario e a una maggiore prevalenza di persone che non avevano lavorato nella settimana di riferimento. Complessivamente, la media delle ore lavorate nel 2022, misurata dall'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea (European Union Labour Force Survey), è stata inferiore di 0,71 ore settimanali rispetto al livello registrato nel 2019¹². Circa un terzo di tale differenza (0,26 ore) è riconducibile a una percentuale

¹² Nell'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, la media delle "ore effettivamente lavorate" durante una settimana di riferimento è la misura più prossima alla media delle ore lavorate secondo la definizione dalle contabilità nazionali.

più elevata di persone che non avevano lavorato durante la settimana di riferimento rispetto al periodo precedente la pandemia (cfr. il pannello b) del grafico 7). Sebbene in un primo momento ciò fosse da ricondurre prevalentemente alle assenze per malattia durante e dopo il periodo pandemico, più di recente le nuove tipologie di contratto introdotte in Francia e in Spagna hanno comportato un aumento della sospensione della prestazione lavorativa¹³. Un ulteriore terzo di tale differenza (0,23 ore) è stato determinato da una diminuzione degli orari di lavoro prolungati (ovvero prestazioni lavorative che superano le 49 ore settimanali). Sebbene rappresentino solo una percentuale molto ridotta del totale delle forze di lavoro, i dipendenti che osservano orari di lavoro prolungati hanno assistito a una netta riduzione del proprio orario di lavoro, di riflesso a una tendenza di lungo periodo. Per quanto riguarda l'ultimo terzo, la media delle ore lavorate per la popolazione rimanente è inferiore di 0,22 ore al livello precedente la pandemia. Ciò significa che una parte significativa della contrazione della media delle ore lavorate è ascrivibile a una maggiore incidenza di prestazioni lavorative sospese e a una minore incidenza di orari di lavoro prolungati.

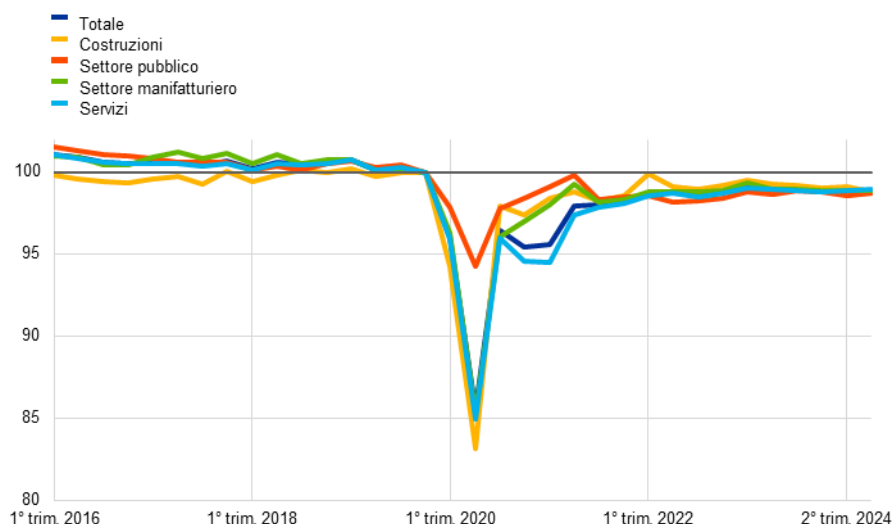
¹³ In Francia, questa tendenza potrebbe essere influenzata dal maggior numero di apprendisti con frequenti periodi di formazione scolastica, mentre in Spagna dai nuovi tipi di contratto che consentono periodi di non occupazione con l'obiettivo di limitare la stagionalità dei periodi di occupazione. In entrambi i casi, ciò potrebbe aver determinato l'assunzione di un numero maggiore di lavoratori con una media di ore più bassa.

Grafico 7

Media delle ore lavorate

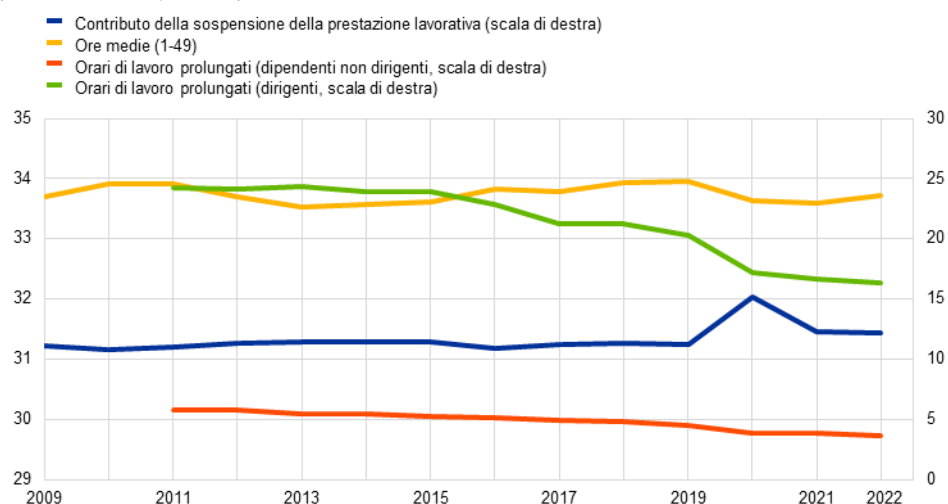
a) Media delle ore lavorate per settore

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



b) Media delle ore lavorate e quota di dipendenti che non hanno lavorato o che hanno osservato orari di lavoro prolungati

(ore settimanali; valori percentuali)



Fonti: Eurostat, contabilità nazionali, indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024 (pannello a) e al 2022 (pannello b). Per "Orari di lavoro prolungati" si intende la percentuale di dipendenti che hanno lavorato più di 49 ore a settimana. Per "Ore medie (1-49)" si intendono le ore settimanali medie dei dipendenti che nella settimana precedente hanno lavorato un numero di ore compreso tra 1 e 49.

A seguito della pandemia, le preferenze dei dipendenti in termini di orario di lavoro sembrano essere rimaste pressoché invariate, suggerendo che il numero di ore offerte non aumenterà in futuro e che tali preferenze continueranno a frenare la media delle ore lavorate. In linea con la riduzione della media delle ore lavorate, l'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea indica un andamento discendente della preferenza a lavorare un minor numero di ore, che non è stato influenzato dalla pandemia. Nel 2023 i lavoratori a tempo pieno e i dipendenti che occupano posizioni dirigenziali non desideravano aumentare il

numero di ore lavorate, contrariamente a quanto segnalato dai lavoratori a tempo parziale e da quelli che svolgono professioni non qualificate. Dal momento che la diminuzione delle ore lavorate è riconducibile al calo della domanda di lavoro solo in alcuni settori, per ridurre il divario delle ore lavorate rispetto ai livelli precedenti la pandemia sarebbe necessario un incremento delle ore lavorate offerte. Tuttavia, le preferenze in termini di orario di lavoro suggeriscono, nel complesso, un sostegno solo limitato a un futuro aumento della media delle ore lavorate e, pertanto, rischi al ribasso contenuti per la crescita dell'occupazione.

6 Dinamica delle forze di lavoro

Le forze di lavoro dell'area dell'euro sono aumentate in misura significativa negli ultimi anni e si mantengono su livelli notevolmente superiori rispetto alla tendenza precedente la pandemia, consentendo alle imprese di far fronte alla carenza di manodopera. La pandemia ha scoraggiato la partecipazione al mercato del lavoro; il tasso di partecipazione è però risalito nel periodo successivo, addirittura superando i livelli pre-pandemici (cfr. il pannello a) del grafico 8). Tale tasso è diminuito di 2,5 punti percentuali tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2020, riflettendo una riduzione pari al 3,8 per cento della popolazione attiva in età lavorativa dell'area dell'euro, con oltre 6 milioni di lavoratori usciti temporaneamente dalle forze di lavoro durante la pandemia secondo i dati ricavati dall'indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea. Successivamente, le forze di lavoro hanno segnato una rapida ripresa. Nel quarto trimestre del 2021 il tasso di partecipazione è tornato sui livelli precedenti la pandemia e a luglio 2024 le forze di lavoro superavano di circa 8,6 milioni di unità la cifra di gennaio 2020, collocandosi a un livello superiore del 5,3 per cento rispetto al periodo pre-pandemico. Tale tasso equivale a una tendenza al rialzo pari allo 0,2 per cento all'anno dal 2022, rispetto allo 0,1 per cento osservato tra il 2009 e il 2020¹⁴. La maggiore disponibilità di lavoratori potrebbe aver sostenuto il comportamento delle imprese in termini di assunzione di lavoratori di cui non disponevano, o prevedevano di non disporre, durante un periodo di carenza di manodopera, nonostante il debole contesto economico.

La crescita dell'occupazione è da ricondurre principalmente ai passaggi dalla condizione di inattività a quella di occupazione. L'ampio sostegno offerto dalle misure di integrazione salariale ha contribuito ad arginare il flusso di transizione dall'occupazione all'inattività durante la pandemia, impedendo in tal modo una diminuzione più grande e permanente delle forze di lavoro. Il calo dell'offerta di lavoro che ha seguito la pandemia è stato temporaneo, ma l'andamento della ripresa non è stato omogeneo fra i diversi paesi. Il pannello a) del grafico 8 mostra che Francia, Spagna e Paesi Bassi sono tornati sui livelli precedenti la pandemia nel terzo trimestre del 2021, mentre in Germania e in Italia la ripresa è stata più lenta (compiendosi, rispettivamente, nel secondo trimestre del 2022 e nel primo trimestre

¹⁴ Per un'analisi precedente su tale argomento, cfr. il riquadro 3 *Andamenti dell'offerta di lavoro nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino e Berson, C. e Botelho, B., "Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female", *Il Blog della BCE*, BCE, 8 novembre 2023.

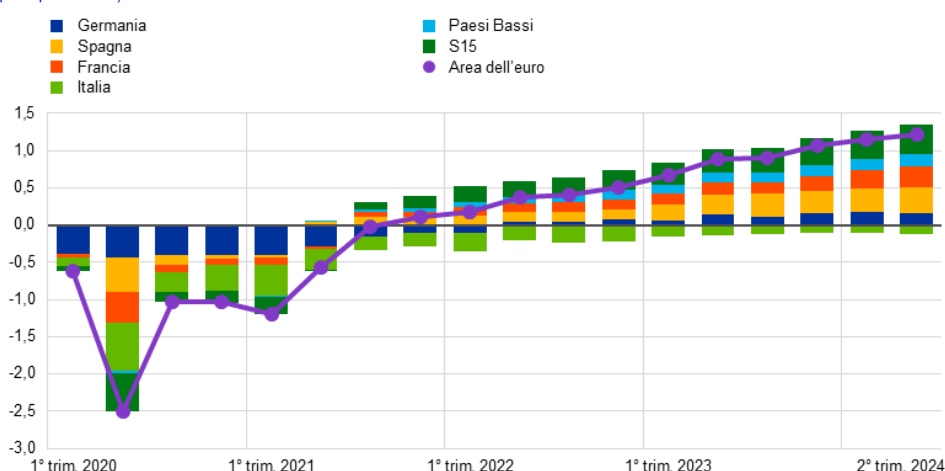
del 2023). Inoltre, la pandemia ha avuto un notevole impatto sulle possibilità di telelavoro, aumentando la partecipazione dei gruppi che più ne hanno beneficiato (donne, lavoratori in età più avanzata e lavoratori in possesso di un titolo universitario).

Grafico 8

Tasso di partecipazione alle forze di lavoro

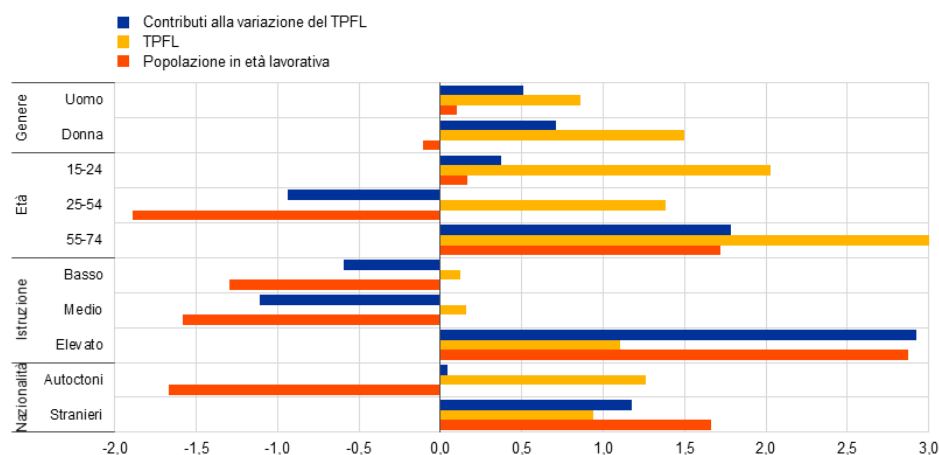
a) Variazioni del tasso di partecipazione alle forze di lavoro nell'area dell'euro dal quarto trimestre del 2019 e contributi per paese

(punti percentuali)



b) Variazione del tasso di partecipazione alle forze di lavoro e quote di popolazione in età lavorativa per caratteristiche sociodemografiche tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2024

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat, indagine sulle forze di lavoro dell'Unione europea, statistiche economiche e sociali integrate ed elaborazioni degli autori.

Note: la voce "S15" indica gli altri 15 paesi dell'area dell'euro e la voce "TPFL" indica il tasso di partecipazione alle forze di lavoro. Le ultime osservazioni si riferiscono al secondo trimestre del 2024.

Rispetto al quarto trimestre del 2019, il maggior tasso di partecipazione alle forze di lavoro è ora riconducibile principalmente alle donne, ai lavoratori in età più avanzata, ai lavoratori in possesso di un titolo universitario e ai lavoratori stranieri (cfr. il pannello b) del grafico 8). Tra i generi, gli uomini hanno contribuito per 0,5 punti

percentuali all'incremento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro rispetto al livello precedente la pandemia, mentre un aumento pari a 0,7 punti percentuali è da attribuire alle donne. Per quanto riguarda le fasce di età, sia i lavoratori giovani sia quelli in età più avanzata hanno contribuito all'aumento, rispettivamente per 0,4 e 1,8 punti percentuali, mentre si è registrato un impatto al ribasso sul tasso di partecipazione dei lavoratori tra i 25 e 54 anni di età, il cui apporto è stato pari a -0,9 punti percentuali. Per quanto riguarda i livelli di istruzione (o qualificazione), la maggior parte dell'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro è stato determinato dai lavoratori in possesso di un titolo universitario, che hanno fatto registrare un incremento pari a 2,9 punti percentuali. Per contro, i lavoratori con un livello di istruzione più basso hanno contribuito negativamente al tasso di partecipazione, con una flessione di 0,6 punti percentuali, così come i lavoratori con livello di istruzione secondaria (lavoratori mediamente qualificati), per i quali si è osservato un calo di 1,1 punti percentuali. In termini di nazionalità, il contributo dei lavoratori autoctoni all'aumento del tasso di partecipazione è stato trascurabile, mentre quello dei lavoratori stranieri è stato pari a 1,2 punti percentuali.

L'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro tra i diversi gruppi sociodemografici è dovuto a due fattori: a) l'incremento dei tassi di partecipazione di ciascun gruppo e b) le variazioni della quota di ciascun gruppo nella popolazione in età lavorativa dall'inizio della pandemia. Le

variazioni nella composizione della popolazione in età lavorativa sono importanti per quantificare i contributi di ciascun gruppo all'aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro. Ad esempio, l'invecchiamento della popolazione si è riflesso nella netta riduzione dei lavoratori tra i 25 e i 54 anni e il notevole aumento di quelli in età più avanzata¹⁵. Sebbene il tasso di partecipazione dei lavoratori tra i 25 e i 54 anni si sia rafforzato tra il quarto trimestre del 2019 e il secondo trimestre del 2024, il brusco calo di questo gruppo all'interno della popolazione attiva ha contribuito negativamente all'aumento complessivo della partecipazione. Una tendenza analoga si è osservata per le persone con un livello di istruzione secondaria. Per quanto riguarda la nazionalità, nella popolazione in età lavorativa si è registrato un incremento dei lavoratori stranieri nell'area dell'euro e una corrispondente riduzione dei lavoratori autoctoni. Considerato che un aumento del tasso di partecipazione alle forze di lavoro è stato rilevato in entrambi i gruppi, il loro contributo è stato comunque positivo, sebbene prossimo allo zero per i lavoratori autoctoni.

7 Aspettative su occupazione e disoccupazione ricavate dalle indagini

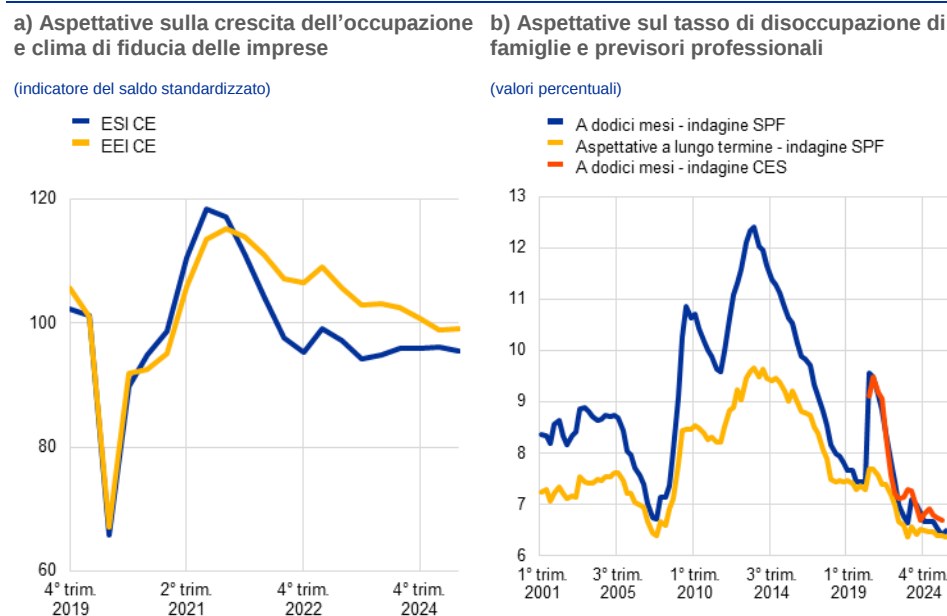
I risultati di indagini recenti suggeriscono che le imprese si attendono un rallentamento della crescita dell'occupazione nel breve periodo (cfr. il pannello a) del grafico 9). Nell'indagine trimestrale sull'accesso delle imprese al finanziamento viene chiesto alle imprese dell'area dell'euro di indicare le proprie aspettative sull'occupazione nei dodici mesi successivi. I risultati dell'indagine più

¹⁵ Per quanto riguarda l'impatto sulla spesa pubblica e sulla crescita del prodotto potenziale, cfr. il riquadro 8 *Proiezioni sui costi dell'invecchiamento: nuove evidenze dall'Ageing Report 2024* nel numero 5/2024 di questo Bollettino.

recente relativa al terzo trimestre del 2024 suggeriscono che le imprese si attendevano che la crescita dell'occupazione continuasse a rallentare. Come indicato nell'indagine, le aspettative riguardanti la crescita media dell'occupazione nell'arco dei dodici mesi nell'area dell'euro sono scese all'1 per cento nel terzo trimestre del 2024, dall'1,3 per cento del secondo trimestre. Ciò è sostanzialmente in linea con il rallentamento a breve termine della crescita dell'occupazione previsto dagli esperti dell'Eurosistema nelle [proiezioni macroeconomiche di dicembre 2024](#). Anche l'indicatore delle aspettative riguardanti l'occupazione (Employment Expectations Indicator, EEI) elaborato dalla Commissione europea e basato sulle indagini, che rileva le aspettative delle imprese sulla crescita dell'occupazione per i tre mesi successivi, segnala aspettative moderate. Tra i diversi settori, le aspettative più elevate sulla crescita dell'occupazione continuano a registrarsi per il comparto dei servizi e le più basse per quello industriale. Inoltre, le aspettative sulla crescita dell'occupazione si sono maggiormente allineate con l'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea (cfr. il pannello a) del grafico 9), suggerendo un miglioramento della crescita della produttività in futuro. Sebbene i due indici abbiano registrato andamenti paralleli fino alla fine del 2021, a partire dal 2022 le aspettative sulla crescita dell'occupazione sono rimaste costantemente più elevate rispetto al clima di fiducia, riflettendo la minore crescita della produttività osservata durante quel periodo.

Grafico 9

Aspettative di imprese, famiglie e previsori professionali



Fonti: indagini della Commissione europea presso i consumatori e le imprese, indagine della BCE presso i previsori professionali (Survey of Professional Forecasters, SPF) e indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES).

Note: per "ESI CE" si intende l'indice del clima economico della Commissione europea e per "EEI CE" si intende l'indicatore della Commissione europea delle aspettative sull'occupazione. Le aspettative ricavate dall'indagine CES sono al netto della media della deviazione della percezione del tasso di disoccupazione nazionale dal tasso di disoccupazione medio dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2024 per i dati della Commissione europea (approssimati dai valori di ottobre) (pannello a), al terzo trimestre del 2024 per i dati dell'indagine CES e al quarto trimestre del 2024 per i dati dell'indagine SPF (pannello b).

Le aspettative per il tasso di disoccupazione rimangono basse. Dopo un picco all'inizio della pandemia, le aspettative sul tasso di disoccupazione dei previsori professionali e dei consumatori sono costantemente diminuite. L'indagine condotta dalla BCE presso i previsori professionali mostra che il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbe rimanere stabile nel breve e nel lungo periodo, e prossimo al suo livello più basso dall'introduzione dell'euro (cfr. il pannello b) del grafico 9). Nell'ultima edizione dell'indagine relativa al quarto trimestre del 2024 la media delle previsioni a dodici mesi si è collocata al 6,5 per cento e la distribuzione delle stime è stata sostanzialmente in equilibrio attorno alla media. Le aspettative sul tasso di disoccupazione a cinque anni sono state lievemente inferiori, collocandosi in media al 6,4 per cento. Queste aspettative sul tasso di disoccupazione a breve termine si avvicinano notevolmente al tasso di disoccupazione medio per il 2025, pari al 6,5 per cento, previsto dagli esperti dell'Eurosistema nelle [proiezioni macroeconomiche di dicembre 2024](#). Sono inoltre sostanzialmente in linea con le attese delle famiglie ricavate dall'indagine sulle aspettative dei consumatori condotta dalla BCE. Nell'edizione più recente di tale indagine, gli intervistati hanno segnalato aspettative sul tasso di disoccupazione inferiori rispetto all'edizione precedente¹⁶, sebbene leggermente al di sopra di quelle dei previsori professionali (cfr. il pannello b) del grafico 9).

Complessivamente, i dati delle indagini suggeriscono in prospettiva una relativa stabilità del mercato del lavoro. La crescita dell'occupazione dovrebbe rallentare, mentre la disoccupazione dovrebbe rimanere contenuta. Anche le aspettative sull'occupazione sembrano essere più in linea con quelle sull'attività economica, suggerendo una ripresa della crescita della produttività nel periodo a venire. Le aspettative ricavate dalle indagini sembrerebbero pertanto sostenere un adeguamento al ciclo economico del mercato del lavoro.

8 Osservazioni conclusive

La tenuta del mercato del lavoro è una determinante di rilievo per la valutazione degli andamenti futuri dei salari e dell'inflazione. Monitorando attentamente la tenuta del mercato del lavoro, i decisori politici possono prevedere e gestire meglio l'inflazione, assicurando una crescita economica sostenibile e stabilità. I fattori alla base della tenuta del mercato del lavoro influenzano in maniera diversa la reazione dell'inflazione agli shock economici. L'attuale tenuta dell'occupazione è riconducibile principalmente alla tendenza delle imprese a mantenere manodopera inutilizzata e all'immediato adeguamento dei salari reali in risposta alla crisi energetica. Pertanto, gran parte del recente vigore osservato nel mercato del lavoro dell'area dell'euro è attribuibile soprattutto a fattori ciclici che, in linea generale, dovrebbero venir meno in futuro.

¹⁶ Ciò è in linea con le aspettative sulla disoccupazione delle famiglie rilevate nell'indagine condotta dalla Commissione europea presso le imprese e i consumatori. Secondo le attese espresse dalle famiglie nell'ultima edizione il numero dei disoccupati sarebbe aumentato a un tasso inferiore alla sua media di lungo periodo.

In prospettiva, il mercato del lavoro dell'area dell'euro dovrebbe tornare ad approssimarsi alla sua correlazione storica con il prodotto, considerato che, secondo le stime, alcuni dei fattori ciclici che hanno sostenuto l'occupazione dovrebbero attenuarsi. I prezzi dei beni energetici e degli input intermedi si stanno normalizzando, benché a un livello più elevato, mentre l'inflazione è in calo e i salari reali sono in ripresa. Ciò renderà meno rilevante la sostituzione tra il lavoro e gli altri fattori produttivi. Con la stabilizzazione dei profitti e l'indebolimento della domanda, le imprese saranno meno incentivate a mantenere manodopera inutilizzata. I fattori strutturali, quali una tendenza negativa della media delle ore lavorate o la dinamica della partecipazione alla forza di lavoro, dovrebbero persistere nel medio periodo. Altri elementi strutturali dovrebbero influenzare in maniera significativa gli andamenti futuri dei mercati del lavoro. Tra questi, i principali sono la riallocazione delle risorse in atto e gli sforzi per sostenere la transizione verde e digitale. Inoltre, le variazioni sociodemografiche avranno un ruolo cruciale nella definizione della dinamica del mercato del lavoro.

3 Quattro anni del programma Next Generation EU: una valutazione preliminare aggiornata del suo impatto economico

a cura di Krzysztof Bańkowski, Nikolai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell e Christoph Zwick

1 Introduzione

A quattro anni dall'introduzione del programma Next Generation EU (NGEU), il presente articolo fornisce una valutazione aggiornata dei relativi effetti economici. Al fine di supportare la ripresa economica dell'Europa a seguito della pandemia e di fornire alle economie che ne fanno parte maggiore competitività e capacità di tenuta, con particolare attenzione alle transizioni digitale e verde, a luglio 2020 gli Stati membri dell'Unione europea hanno concordato di avviare il programma di finanziamento più ampio di sempre, chiamato Next Generation EU (NGEU). Per realizzare tali obiettivi, il programma offre sostegno finanziario agli Stati membri dell'UE, a condizione che attuino determinati progetti di investimenti e di riforme nel periodo 2021-2026. Sulla base di analisi condotte in passato dagli esperti della BCE, si è concluso che il programma avesse il potenziale di conseguire tali obiettivi, a patto che gli investimenti e le riforme pianificati fossero messi in pratica in modo puntuale ed efficace¹. Ora, essendo trascorsa più della metà del periodo di attuazione del programma Next Generation EU, il presente articolo offre una descrizione dello stato dell'arte, nonché una valutazione aggiornata dell'impatto economico del programma. Particolare attenzione è rivolta all'impatto sull'economia dell'area dell'euro del dispositivo per la ripresa e la resilienza (Recovery and Resilience Facility, RRF), che costituisce la componente principale dell'NGEU. Tra i paesi dell'area dell'euro, viene dato rilievo soprattutto all'Italia e alla Spagna, principali destinatari dei fondi del dispositivo, in termini assoluti.

2 Bilancio dell'attuazione del dispositivo per la ripresa e la resilienza

Gli accantonamenti per finanziare il programma Next Generation EU in origine superavano gli 800 miliardi di euro per l'UE nel suo insieme. Tra i vari programmi avviati nell'ambito del Next Generation EU, il dispositivo per la ripresa e la resilienza è stato di gran lunga il maggiore, raggiungendo quasi 724 miliardi di euro, cioè circa il 90 per cento della dotazione complessiva. Nell'ambito dell'RRF, i

¹ Cfr. l'articolo 2 *Next Generation EU: una prospettiva a livello di area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino. Per ulteriori dettagli, cfr. Bańkowski, K. et al., "The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, n. 291, BCE, 2022.

fondi sono stati resi disponibili agli Stati membri dell'UE sotto forma di sovvenzioni (fino a 338 miliardi di euro) e prestiti (fino a circa 386 miliardi).

Gli Stati membri dell'UE **finora hanno avanzato domanda di 650 miliardi di euro sotto forma di fondi RRF**. Sebbene tutti abbiano richiesto le sovvenzioni RRF in misura integrale, molti hanno deciso di non presentare affatto istanza di prestiti, o di chiedere meno di quanto avrebbero potuto entro la scadenza di agosto 2023. Inoltre, la dotazione iniziale è stata rivista successivamente². A seguito dell'aggiornamento dei piani nazionali per la ripresa e la resilienza (PNRR) e della revisione della dotazione totale, al 26 agosto 2024 i paesi dell'UE avevano chiesto 650 miliardi di euro sotto forma di fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza. Ciò corrisponde al 4,6 per cento del prodotto interno lordo (PIL) dell'UE nel 2019. Gli Stati membri hanno inoltre diritto a 83 miliardi di euro (0,6 per cento del PIL dell'UE nel 2019) in fondi nell'ambito di altri programmi del Next Generation EU. È opportuno sottolineare che, benché l'entità delle erogazioni a favore degli Stati membri nell'ambito del programma sia aumentata significativamente, ciò è in parte compensato da un'erosione causata dallo shock inflazionistico imprevisto, manifestatosi dopo l'introduzione del programma. L'aumento nominale (circa il 10 per cento per i paesi dell'area dell'euro) degli investimenti finanziati tramite sovvenzioni, le più rilevanti in termini di stimolo macroeconomico, implica che il relativo valore in termini reali sia pressoché immutato.

Concentrandosi sull'area dell'euro, i paesi membri hanno diritto a impiegare i fondi dell'RRF fino a 532 miliardi di euro, vale a dire l'82 per cento dell'ammontare per l'intera UE, pari a 650 miliardi. Si stima che verrà di fatto speso leggermente meno di tale importo, cioè 486 miliardi³. Nel presente articolo si utilizza tale stima, circa 500 miliardi di euro di spesa pubblica finanziata dal programma RRF, per valutare l'impatto macroeconomico sull'area dell'euro del dispositivo tramite il canale della politica di bilancio.

Al fine di erogare tali fondi agli Stati membri dell'UE, nel momento in cui è stato redatto il presente articolo la Commissione aveva già preso in prestito più di 320 miliardi di euro. Di tale ammontare, 265,4 miliardi sono stati versati agli Stati membri dopo il conseguimento in misura soddisfacente dei traguardi qualitativi e degli obiettivi quantitativi legati al completamento delle riforme e degli investimenti connessi a ciascuna tranche dei finanziamenti nell'ambito dell'RRF. Ciò significa che, in quel momento, circa il 60 per cento delle sovvenzioni e dei prestiti nell'ambito dell'RRF dovevano ancora essere erogati agli Stati membri dell'UE (50 per cento per i paesi dell'area dell'euro).

² Le revisioni hanno incorporato sovvenzioni aggiuntive nell'ambito del sistema di scambio di quote di emissione (Emissions Trading System, ETS) e trasferimenti dalla Riserva di adeguamento alla Brexit (Brexit Adjustment Reserve, BAR), per un totale di 20 e 2 miliardi di euro, rispettivamente.

³ Stima effettuata a giugno 2024 dal Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche (Working Group on Public Finance, WGPF) del Sistema europeo di banche centrali (proiezioni macroeconomiche generali). La discrepanza tra i fondi del dispositivo per la ripresa e la resilienza stanziati a favore dei paesi dell'area dell'euro e quelli che si stima verranno spesi deriva dal fatto che in alcuni paesi i prestiti erogati non verranno probabilmente impiegati completamente. Di conseguenza, la spesa nell'ambito dell'RRF nell'area dell'euro sarà finanziata da 295 miliardi di euro in sovvenzioni (la discrepanza rispetto alla stima del WGPF è dovuta principalmente alla successiva inclusione di un nuovo capitolo di misure nell'ambito del programma REPowerEU nel piano tedesco per la ripresa e la resilienza) e da 194 miliardi in prestiti, anche se i paesi potrebbero impiegare fino a 237 miliardi in prestiti.

L'introduzione del dispositivo per la ripresa e la resilienza ha consentito che gli Stati membri condividessero l'assunzione di prestiti e rischi. Ciò è particolarmente valido nel caso della componente relativa alle sovvenzioni. Poiché è stabilito che il rimborso delle sovvenzioni sia a carico del bilancio dell'UE, esse non gravano sul debito nazionale. Tuttavia, ciò non si traduce in una misura priva di costi per gli Stati membri nel loro insieme. Mentre i rischi di rimborso sono minimi, grazie alle misure di tutela del bilancio in vigore, l'onere del rimborso in ultima analisi sarà quasi interamente a carico degli Stati membri. L'incidenza e la distribuzione di tale onere tra i paesi restano incerte.

Assunzione di prestiti, pagamenti e spesa nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza

Assunzione di prestiti e rimborsi nell'ambito del programma Next Generation EU

Con l'introduzione del Next Generation EU, è notevolmente aumentato il volume delle emissioni da parte della Commissione europea sui mercati di capitali internazionali. Tra gennaio 2020 e maggio 2024 le emissioni della Commissione per conto dell'Unione europea a finanziamento dei programmi strategici dell'Unione, in precedenza contenute, hanno sfiorato i 500 miliardi di euro in termini netti, principalmente riconducibili al Next Generation EU. Ciò ha superato le emissioni da parte di altre istituzioni dell'UE, tra cui il Meccanismo europeo di stabilità e la Banca europea per gli investimenti. Tale assunzione di prestiti su vasta scala proseguirà fino alla fine del 2026, al più tardi, con una stima approssimativa di 150 miliardi di euro di emissioni all'anno. Nel rispetto della Decisione relativa al sistema delle risorse proprie⁴, dopo il 2026 la Commissione non potrà condurre nuove attività di indebitamento netto. Tuttavia, essa ha comunque il margine di manovra per orientarsi verso operazioni ordinarie di gestione della liquidità e rinnovo del debito, con l'obiettivo di rendere meno stringente il programma di rimborso per i prestiti stanziati dall'UE nell'ambito del Next Generation EU, al più tardi fino al 31 dicembre 2058.

I prestiti saranno rimborsati dagli Stati membri debitori e la componente delle sovvenzioni del programma Next Generation EU sarà finanziata col bilancio dell'UE, con le relative misure di tutela in vigore, volte a contenere i rischi sui rimborsi futuri. In particolare, gli Stati membri si sono impegnati a garantire che il bilancio della Commissione avrà fondi sufficienti a restituire le sovvenzioni. Il rifinanziamento è garantito dal "margine di bilancio" temporaneo, vale a dire l'impegno degli Stati membri fino allo 0,6 per cento del prodotto nazionale lordo (PNL), previsto per garantire che l'UE possa onorare i propri impegni nei confronti degli investitori. Inoltre, la Commissione ha proposto di innalzare tale soglia di un ulteriore 0,2 per cento del PNL, attraverso una combinazione di entrate tradizionali

⁴ [Decisione \(UE, Euratom\) 2020/2053 del Consiglio](#) del 14 dicembre 2020 relativa al sistema delle risorse proprie dell'Unione europea, GU L 424 del 15.12.2020.

ed erogazioni addizionali dell'UE. Non è, tuttavia, ancora certo se il Consiglio dell'Unione europea approverà la proposta.

Sebbene non si prevedano rischi di rimborso significativi derivanti dall'assunzione di prestiti nell'ambito del Next Generation EU, l'onere finanziario ricadrà in ultima analisi sugli Stati membri dell'UE, che ne dovrebbero tenere conto nei propri piani a medio termine. Ipotizzando che la Commissione si avvarrà del margine di manovra disponibile per assicurare una riduzione delle passività costante e prevedibile, si stima che il costo annuale di rimborso della componente delle sovvenzioni del dispositivo per la ripresa e resilienza raggiungerà un massimo di 26 miliardi di euro nel 2028, per poi diminuire in misura costante. I rimborsi si manterranno ben al di sotto del margine di bilancio temporaneo e potrebbero essere interamente gestiti o con nuove risorse proprie dell'UE o con contributi più elevati basati sul PNL, entrambi dell'entità sufficiente. Indipendentemente dal consenso sulla proposta della Commissione, i rimborsi si baseranno in larga misura sui trasferimenti nazionali al bilancio dell'UE, con conseguenti potenziali aumenti delle imposte o vincoli sugli investimenti. Ciononostante, sussistono dei rischi specifici per paese, con effetti distributivi diversi per ogni opzione.

Erogazioni agli Stati membri nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza

Ad agosto 2024, nell'ambito dell'RRF, erano stati erogati più di 238 miliardi di euro, di cui 156 miliardi sotto forma di sovvenzioni. Tali pagamenti agli Stati membri sono stati effettuati a seguito della finalizzazione di 45 richieste di pagamento alla Commissione. Inoltre, a quella data erano state presentate, ma non ancora finalizzate, altre otto richieste (la tavola 1 mostra i dati relativi all'area dell'euro, all'UE al di fuori dell'area dell'euro e all'UE nel suo insieme).

Tavola 1

Spesa finanziata dall'RRF nell'area dell'euro e nel resto dell'UE: richieste di pagamento, erogazioni e modifiche ai piani

	Agosto 2024				
	Richieste di pagamento presentate	Tranche di erogazioni	Revisioni dei piani per la ripresa e la resilienza presentate	Fondi versati	
				Sovvenzioni	Prestiti
Area dell'euro	53	45	34	156,6 miliardi di euro	82,1 miliardi di euro
Al di fuori dell'area dell'euro	11	9	8	14,2 miliardi di euro	12,5 miliardi di euro
Intera UE	64	54	42	170,8 miliardi di euro	94,6 miliardi di euro

Fonte: Commissione europea; ultimo aggiornamento: 26 agosto 2024.
Note: ad agosto 2024 la Commissione aveva già emesso circa 325 miliardi di euro (approssimativamente la metà del totale) per finanziare i pagamenti agli Stati membri dell'UE nell'ambito dell'RRF. La voce "Tranche di erogazioni" non comprende il pre-finanziamento. I dati tengono conto delle erogazioni parziali dovute all'iniziale sospensione dei pagamenti.

Spesa nell'area dell'euro finanziata dal dispositivo per la ripresa e la resilienza

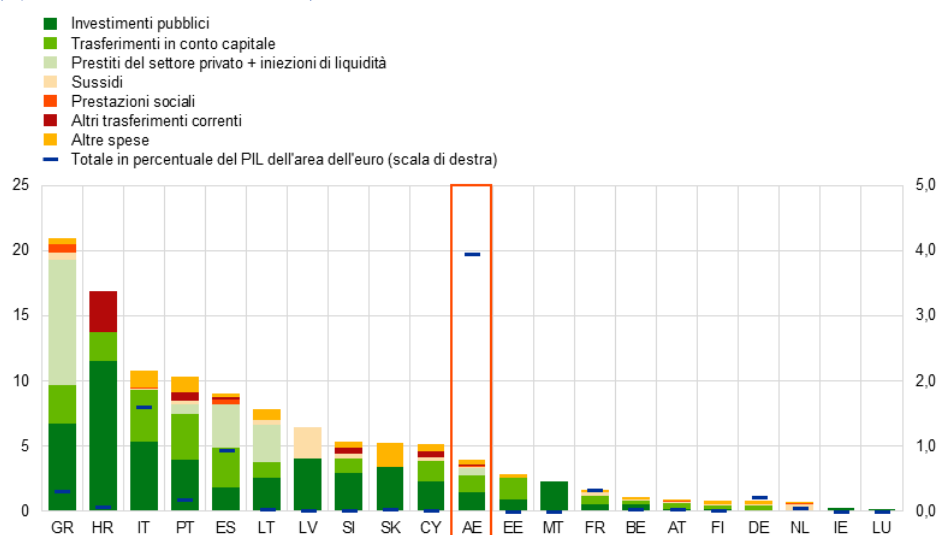
La composizione della spesa nell'ambito dell'RRF varia in misura consistente tra i vari paesi, in termini di quota sia di PIL nazionale sia di PIL totale dell'area dell'euro (cfr. il grafico 1). Si possono inoltre osservare differenze per quanto riguarda la distribuzione tra le categorie di spesa all'interno dei paesi, sebbene la spesa pubblica in conto capitale, cioè la somma degli investimenti pubblici e dei trasferimenti in conto capitale delle pubbliche amministrazioni, rappresenti la maggior componente in quasi tutti i paesi.

Un'ampia fetta della spesa nell'ambito dell'RRF mira a sostenere le transizioni verde e digitale. In linea con la legislazione del programma Next Generation EU, i paesi devono devolvere almeno il 37 per cento della spesa nell'ambito dell'RRF a progetti legati all'ambiente e almeno il 20 per cento a progetti digitali. Eppure gli effettivi importi dei fondi dell'RRF destinati dai paesi dell'area dell'euro a questi due fini entro la fine del 2026 superano tali obiettivi in misura significativa. Secondo la Commissione, gli impegni raggiungono in media il 42 per cento (spesa per progetti ambientali) e il 27 per cento (spesa per progetti digitali) dei fondi complessivi nell'ambito dell'RRF. I contributi dei piani nazionali agli obiettivi climatici e digitali sono eterogenei tra i paesi dell'area dell'euro.

Grafico 1

Spesa finanziata dall'RRF: distribuzione fra i paesi dell'area dell'euro

(in percentuale del PIL del 2019; 2021-2026)



Fonti: Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: sulla base delle stime delle BCN relative ai piani di spesa nazionali. Per la Spagna si stima che verrà assorbita solo la metà, circa, dei prestiti erogati nell'ambito dell'RRF. La differenza tra i prestiti totali inclusi nel PRR spagnolo rivisto (83 miliardi di euro) e la stima del Banco de España (41,5 miliardi) deriva alle ipotesi relative alla domanda finale di tali prestiti ed è soggetta a elevata incertezza. Si stima un assorbimento lievemente inferiore dell'RRF anche per la Slovacchia (divario pari a 0,85 miliardi) e la Croazia (divario di 0,7 miliardi). Nel complesso, si stima una spesa cumulata totale di 486 miliardi, cioè 43 miliardi in meno rispetto a quella richiesta al tempo dei PRR rivisti. La dotazione ufficiale dell'area dell'euro è aumentata di oltre 2 miliardi, raggiungendo ad agosto 532 miliardi. Investimenti pubblici + trasferimenti in conto capitale delle amministrazioni pubbliche = spesa pubblica in conto capitale.

In media gli esperti di bilancio nell'ambito del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) stimano che l'80 per cento circa della spesa basata sull'RRF

nell'area dell'euro è aggiuntiva. In altre parole, tale quota di spesa fornisce un vero stimolo di bilancio, piuttosto che una sostituzione delle spese già pianificate. Tale assunto costituisce la base delle stime macroeconomiche contenute nel presente articolo.

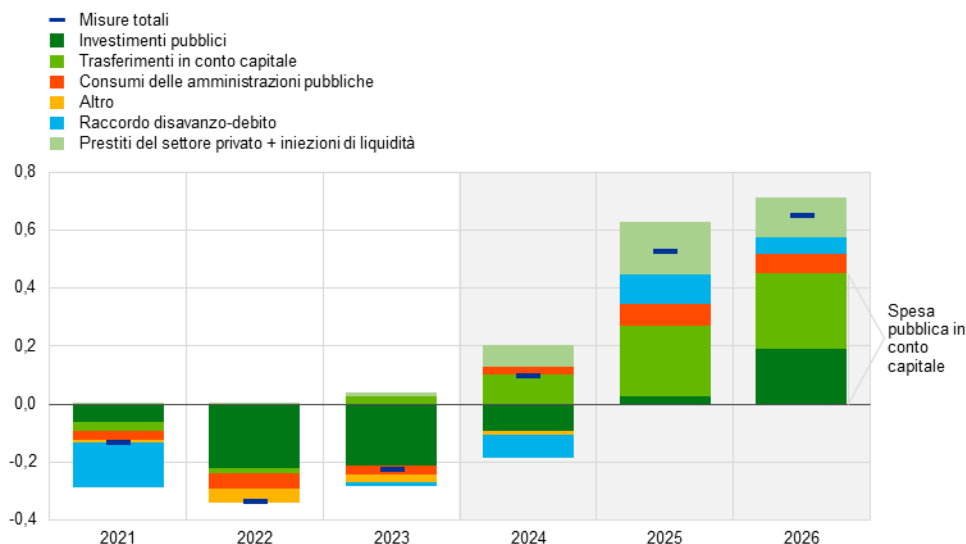
La spesa nell'ambito dell'RRF è molto posticipata verso la seconda metà del programma, con implicazioni chiare per la valutazione dell'impatto macroeconomico.

In ciascuno degli anni compresi tra il 2021 e il 2023 nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro si è registrata una spesa sovvenzionata dall'RRF significativamente inferiore a quanto previsto dai piani originali (cfr. il grafico 2). Tale dinamica è stata osservata nei percettori di finanziamenti sia relativamente elevati sia contenuti. Ciò è riconducibile principalmente: a) ai limiti alla capacità amministrativa di spesa; b) a una sequenza di shock che hanno determinato strozzature dal lato dell'offerta e ridimensionamento dei contratti di acquisto a seguito dell'inflazione più elevata del previsto. Di conseguenza, gli esperti della BCE stimano che nel periodo 2021-2023 l'RRF ha innalzato il livello del PIL dell'area dell'euro soltanto di una percentuale compresa tra 0,1 e 0,2 (cfr. la sezione 3). Si tratta di una quota notevolmente inferiore all'effetto precedentemente stimato, pari a circa lo 0,5 per cento, che presupponeva un'attuazione immediata e completa dei piani originali, in assenza dell'impennata inflazionistica.

Grafico 2

Spesa nell'area dell'euro finanziata dal dispositivo per la ripresa e resilienza: differenza tra la spesa effettiva stimata a seguito delle revisioni ai piani e le stime iniziali a cura del SEBC

(in percentuale del PIL del 2019; differenze anno per anno)



Fonti: Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche del SEBC (giugno 2024) ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Note: il punto di arrivo più alto nel 2026 è per lo più il risultato di due andamenti osservati nel 2023, cioè: a) un aumento della dotazione dell'RRF dell'area dell'euro pari a 15,4 miliardi di euro; b) l'assunzione di prestiti ulteriori nell'ambito dell'RRF da parte di alcuni Stati membri dell'area dell'euro per un totale di 98 miliardi prima della scadenza di agosto 2026. Investimenti pubblici + trasferimenti in conto capitale delle amministrazioni pubbliche = spesa pubblica in conto capitale. L'area ombreggiata rappresenta l'esecuzione programmata.

Riforme strutturali legate al dispositivo per la ripresa e la resilienza

Le riforme strutturali rappresentano una parte essenziale dei piani per la ripresa e la resilienza e integrano gli investimenti legati all'RRF⁵. Le riforme pianificate mirano a rimodernare le economie dell'area dell'euro e ad aumentarne la capacità di tenuta nel medio termine. A tal fine, il regolamento del dispositivo impone che le riforme siano adattate alle debolezze strutturali degli Stati membri e adeguate alle dimensioni delle singole dotazioni nell'ambito dell'RRF, nonché complementari rispetto alla spesa pubblica da esso finanziata. Le riforme sono anche a sostegno della convergenza istituzionale ed economica tra i paesi dell'area dell'euro, giacché nei paesi con i piani di riforma legati all'RRF più completi le condizioni strutturali iniziali erano in genere più deboli rispetto ai paesi omologhi. Le recenti modifiche ai piani per la ripresa e la resilienza hanno lasciato sostanzialmente invariato l'equilibrio complessivo di riforme e investimenti, rispetto alla versione iniziale (le riforme rappresentano il 40 per cento di tutti i traguardi e gli obiettivi), ma l'orientamento delle riforme programmate è più rivolto all'ambiente ed esse nel complesso sono meno anticipate.

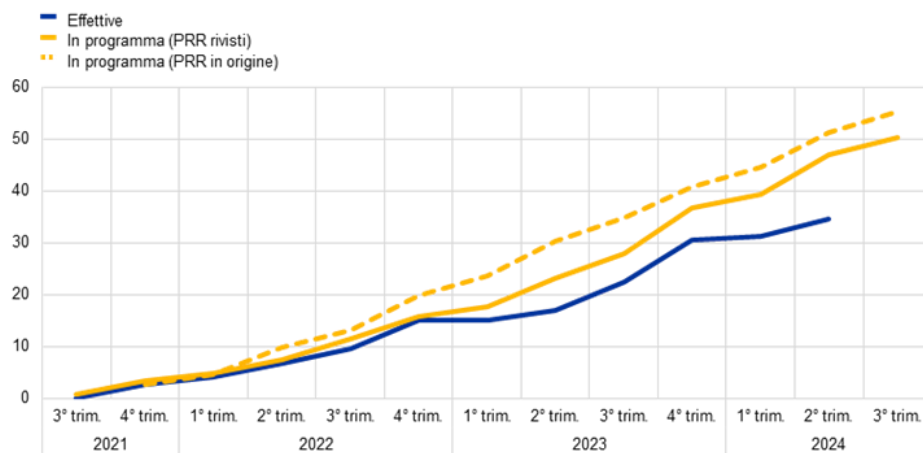
Nonostante il progresso nell'attuazione di riforme strutturali legate al dispositivo per la ripresa e la resilienza, si sono manifestati ritardi significativi nella concretizzazione dei piani. Secondo la valutazione della Commissione europea, all'inizio di settembre 2024 i paesi dell'area dell'euro avevano raggiunto circa il 40 per cento di tutti i traguardi e gli obiettivi legati alle riforme strutturali. Eppure, a quella data era stato presentato solo un terzo di tutte le richieste di pagamento previste. Ciò rappresenta un ritardo rispetto al calendario indicativo incluso nei piani per la ripresa e la resilienza, in base al quale circa la metà di tutte le richieste di pagamento in programma sarebbe già dovuta essere stata presentata a quella data (cfr. il grafico 3). I paesi dell'area dell'euro caratterizzati da una capacità amministrativa relativamente debole, insieme a un'ampia dotazione nell'ambito del dispositivo, hanno registrato complessivamente i maggiori ritardi nell'attuazione dei piani.

⁵ Cfr. Bańkowski et al. (2022), op. cit., per una valutazione dettagliata dell'assetto iniziale delle riforme programmate nell'ambito dei piani di ripresa e resilienza, a cura degli esperti della BCE.

Grafico 3

Numero cumulativo di richieste di pagamento nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza

(in percentuale del totale delle richieste in programma)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

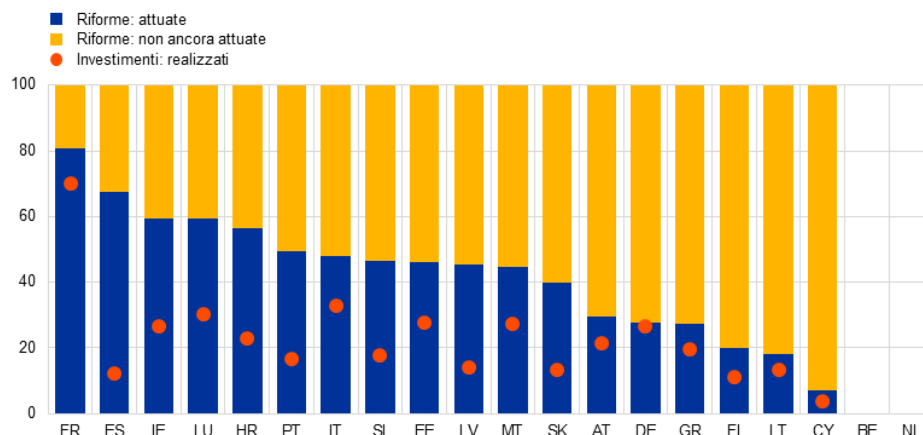
Note: il grafico confronta il numero di richieste di pagamento presentate nell'ambito dell'RRF (voce "Effettive") e il numero di richieste di pagamento previste dai piani per la ripresa e la resilienza originali e rivisti (voci "In programma"). I dati si riferiscono a tutti i paesi dell'area dell'euro.

Molti paesi dell'area dell'euro devono ancora adempiere alla maggioranza, o perfino alla totalità, dei loro impegni di riforma legati al dispositivo per la ripresa e la resilienza. Nonostante ci si trovi già all'inizio della seconda metà della durata prevista per l'RRF, la quota di traguardi e obiettivi legati alle riforme già esaminata e valutata idonea dalla Commissione è ben al di sotto del 50 per cento in molti paesi dell'area dell'euro (cfr. il grafico 4). Secondo il regolamento dell'RRF, tutti i traguardi e gli obiettivi dovranno essere raggiunti entro il 31 agosto 2026, al più tardi. In base alla valutazione della Commissione, sono soltanto pochi paesi ad aver realizzato più della metà dei traguardi e degli obiettivi legati alle riforme.

Grafico 4

Progressi per l'attuazione dei piani per la ripresa e la resilienza

(in percentuale di tutti i traguardi e gli obiettivi pertinenti)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: sono inclusi soltanto i traguardi e gli obiettivi per i quali è disponibile la valutazione finale della Commissione europea. Tale valutazione non è ancora disponibile per il Belgio o i Paesi Bassi.

Alla luce di tali sfide, sussiste il rischio di una riduzione dell'efficacia del dispositivo per la ripresa e la resilienza, a causa di un'attuazione incompleta o inadeguata. Una realizzazione incompleta potrebbe verificarsi se entro agosto 2026 gli Stati membri attuassero soltanto una parte delle politiche strategiche concordate. Le raccomandazioni specifiche per paese emesse nel 2024 nell'ambito del semestre europeo esortano pertanto molti Stati membri ad accelerare l'esecuzione dei propri piani. Ciò non è tuttavia sufficiente perché il dispositivo raggiunga il proprio potenziale appieno. Gli Stati membri dovranno garantire che la velocità non pregiudichi la qualità delle misure messe in atto. Se dovesse emergere la necessità di un compromesso tra velocità e qualità, quest'ultima dovrebbe avere la priorità, per contribuire a garantire l'efficacia delle riforme.

Adottando misure mirate, i paesi dell'area dell'euro possono assicurare un'attuazione più efficace degli investimenti e delle riforme legati al Next Generation EU. Gli Stati membri potrebbero convogliare le risorse amministrative nella realizzazione dei propri piani e avvalersi in modo più intensivo del supporto tecnico disponibile a livello di UE. Potrebbero inoltre sfruttare le opzioni di semplificazione offerte dalla versione aggiornata degli orientamenti forniti dalla Commissione europea in materia di piani per la ripresa e la resilienza, che includono obblighi segnaletici meno complicati e sinergie tra le diverse procedure di revisione⁶. Gli Stati membri potrebbero altresì cercare di individuare delle modifiche normative mirate al di fuori dello schema del dispositivo per la ripresa e la resilienza, facilitando così l'introduzione dei piani senza assorbire eccessive risorse amministrative⁷. Nel complesso, tali misure strategiche correttive contribuirebbero a migliorare la realizzazione delle riforme legate ai piani per la ripresa e la resilienza e potrebbero perfino attenuare eventuali necessità di compromessi tra velocità e qualità che dovessero rendersi necessari nell'attuazione di piani.

3 Stima dell'impatto del dispositivo per la ripresa e la resilienza sull'economia dell'area dell'euro

La valutazione delle ripercussioni del programma Next Generation EU per l'economia dell'area dell'euro implica l'esame dei molteplici canali di trasmissione. Sulla base di analisi precedenti, si considerano tre canali principali: a) il canale del premio per il rischio; b) il canale delle misure di bilancio; c) il canale delle riforme strutturali. A causa di ritardi significativi di esecuzione, i canali delle misure di bilancio e delle riforme strutturali necessitano di un'ulteriore valutazione.

I paesi beneficiari continuano a trarre vantaggio dagli effetti sul premio per il rischio scaturiti all'annuncio del programma Next Generation EU. Il periodo successivo alla proposta franco-tedesca di un fondo per la ripresa è stato caratterizzato da una notevole compressione dello spread per i paesi beneficiari.

⁶ Cfr. "Updated guidance on recovery and resilience plans", Commissione europea, 23 luglio 2024.

⁷ La Commissione europea ha esortato gli Stati membri a includere tali misure strategiche nei propri piani rivisti. Tali ulteriori misure possono riguardare ambiti quali formazione, sistemi informatici, modifiche agli appalti pubblici e alle procedure di autorizzazione e la digitalizzazione delle amministrazioni pubbliche.

Secondo Bańkowski et al. (2022) una persistente riduzione dei premi per il rischio potrebbe innalzare in misura permanente il prodotto dell'area dell'euro fino allo 0,2 per cento, con i benefici più rilevanti a favore di Italia e Spagna. Si è deciso di non aggiornare tale stima, in assenza di sviluppi significativi che avrebbero reso necessaria una nuova valutazione.

Il canale delle misure di bilancio agisce attraverso l'aumento della spesa pubblica, principalmente in conto capitale a seguito di investimenti pubblici e trasferimenti in conto capitale delle pubbliche amministrazioni. A fini di analisi, entrambe le categorie sono considerate come investimenti pubblici, giacché i trasferimenti in conto capitale connessi al programma Next Generation EU in genere riguardano enti privati, quali compagnie ferroviarie, che attuano progetti analoghi agli investimenti pubblici. L'impatto economico si manifesta attraverso uno stimolo di breve termine della domanda durante l'attuazione e un potenziamento della capacità produttiva nel lungo termine grazie ad aumenti dello stock di capitale⁸.

Il canale delle riforme strutturali, fondamentale per il potenziale economico a lungo termine, necessita di un'ulteriore valutazione, a causa dei ritardi di attuazione. Tali riforme stimolano il prodotto potenziale migliorando l'efficienza nell'utilizzo delle risorse. Poiché le riforme prescindono dai fattori ciclici, non ci si attende un loro impatto diretto sull'inflazione: di conseguenza, il presente studio si concentra per lo più sugli effetti sul prodotto. Tuttavia, l'incertezza intrinseca di una quantificazione delle riforme strutturali richiede cautela nell'interpretazione delle stime.

Modelli e strumenti

L'analisi dell'impatto economico del programma Next Generation EU si avvale di due modelli macroeconomici di grande dimensione: lo strumento per l'analisi della sostenibilità del debito (debt sustainability analysis, DSA) del SEBC e l'input fornito da un gruppo di esperti dell'Eurosistema. L'applicazione di approcci multipli nel presente studio consente di adattare le metodologie, al fine di gestire le questioni fondamentali. L'impiego di due tipi differenti di modello macroeconomico rende inoltre più robusti i risultati e permette di evidenziare i canali specifici che determinano particolari risultati economici.

La valutazione degli effetti macroeconomici del canale delle misure di bilancio è stata eseguita con i modelli EAGLE ed ECB-MC. EAGLE (economia dell'area dell'euro e mondiale) è un modello dinamico stocastico di equilibrio generale (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) globale con aspettative prospettiche (forward-looking), mentre ECB-MC (multi-country, cioè multi-paese) è un modello semi-strutturale, riferito ai cinque paesi più grandi dell'area dell'euro, che bilancia

⁸ Sebbene il programma Next Generation EU preveda anche il finanziamento del settore privato mediante prestiti e iniezioni di liquidità, con conseguente riduzione dei costi di finanziamento, l'analisi suggerisce che questo canale abbia effetti solo minimi sull'area dell'euro. Poiché tale canale potrebbe far crescere il PIL al massimo dello 0,1 per cento nei paesi coinvolti, non se ne rende necessario un approfondimento dettagliato.

l'aderenza ai dati con i fondamenti teorici⁹. Entrambi i modelli mostrano moltiplicatori fiscali per gli investimenti pubblici pari approssimativamente all'unità, in linea con la letteratura che individua gli investimenti pubblici come un potente strumento della politica di bilancio, a causa del loro impatto diretto sul PIL e del miglioramento del capitale produttivo. Tuttavia, i modelli evidenziano differenze importanti nei relativi meccanismi di formazione delle aspettative: l'approccio prospettico di EAGLE consente rilevanti effetti di anticipazione, mentre il manifestarsi di tali effetti è in larga misura precluso dalle aspettative retrospettive (backward-looking) di ECB-MC, determinando dei risultati simulati distinti, in particolar modo nel caso delle dinamiche dei prezzi.

L'analisi è integrata da due strumenti aggiuntivi che chiariscono gli effetti sul prodotto potenziale e sul rapporto debito pubblico/PIL. Un gruppo composto da esperti di sette banche centrali dell'Eurosistema ha fornito una valutazione dell'impatto del Next Generation EU sul prodotto potenziale dell'area dell'euro, considerando sia le riforme sia gli investimenti in tutti gli strumenti del programma. Inoltre, lo strumento di analisi di sostenibilità del debito stima l'impatto del Next Generation EU sul rapporto debito pubblico/PIL tramite una scomposizione dettagliata della dinamica del debito¹⁰.

Dati e scenari

La quantificazione dell'impatto derivante dalle spese finanziate dal dispositivo per la ripresa e la resilienza si basa su dati raccolti dagli esperti del SEBC.

I dati catturano le caratteristiche essenziali del programma, tra cui la composizione, il calendario di attuazione e la distinzione tra progetti di natura aggiuntiva e sostitutiva, fondamentale per individuare quelli che sarebbero esistiti indipendentemente dal programma, evitando così una sovrastima degli effetti macroeconomici.

La quantificazione si fonda su un'analisi di scenario basata su due dimensioni fondamentali: tassi di assorbimento dei fondi e produttività del capitale pubblico. In merito all'assorbimento, si considera sia uno scenario di pieno assorbimento entro il 2026 sia uno alternativo in cui il tasso di assorbimento si mantenga sul 50 per cento osservato finora, riflettendo le difficoltà di attuazione (cfr. i pannelli a) e b) del grafico 5). Per quanto riguarda la produttività, lo scenario di base ipotizza un parametro della funzione di produzione Cobb-Douglas pari a 0,1 per il capitale pubblico nel modello EAGLE, con scenari alternativi di 0,05 e 0,15, mentre il modello ECB-MC considera il capitale pubblico e privato come ugualmente

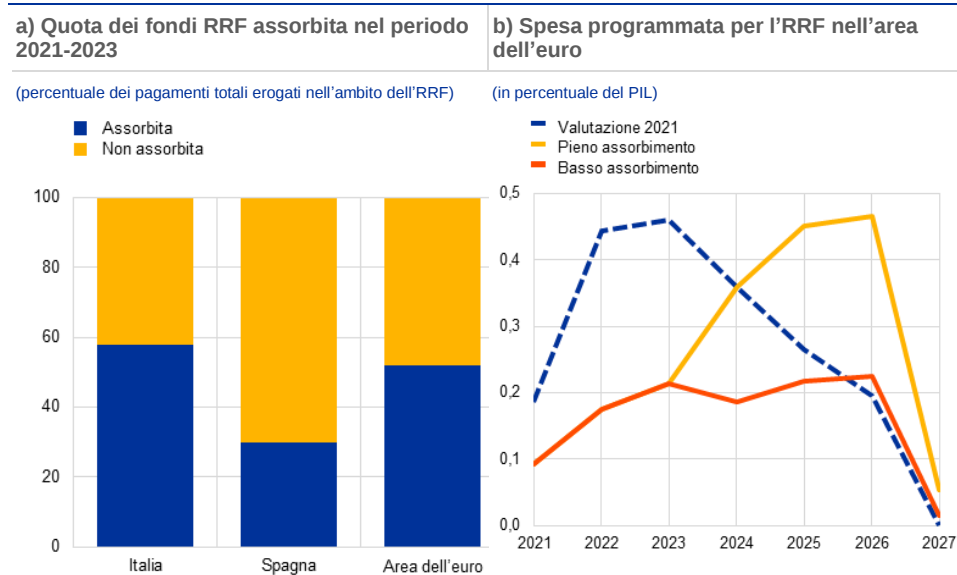
⁹ Una panoramica completa del modello EAGLE è fornita in Gomes, S., Jacquinot, P. e Pisani, M., "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, vol. 29, numero 5, 2012, pagg. 1686-1714, mentre Bańkowski, K., "Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE", *Working Paper Series*, n. 2802, BCE, marzo 2021 fornisce dei dettagli del modello semistrutturale ECB-BASE per l'area dell'euro, su cui è basato ECB-MC.

¹⁰ Cfr. Bouabdallah et al., "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework", *Occasional Paper Series*, n. 185, BCE, aprile 2017.

produttivi¹¹. In pratica, questi diversi parametri di produttività determinano l'efficacia con cui il capitale pubblico si traduce in prodotto: un parametro più elevato, pari a 0,15, genera maggiori benefici economici, mentre un valore inferiore, pari a 0,05, implica rendimenti più modesti della spesa pubblica.

Grafico 5

Ipotesi sull'assorbimento del programma RRF



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE sulla base dei dati raccolti dal Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche del SEBC.

Impatto complessivo sull'economia dell'area dell'euro

Secondo lo studio condotto per il presente articolo, il programma Next Generation EU potrebbe apportare notevoli benefici macroeconomici all'area dell'euro attraverso vari canali di trasmissione. Questa sezione distingue tra l'impatto sul prodotto e sull'inflazione tramite il canale delle misure di bilancio, gli incrementi del prodotto potenziale derivanti dalle riforme strutturali e le implicazioni per il rapporto debito pubblico/PIL.

Secondo le stime, l'impatto del programma dovrebbe essere tale da collocare il livello del PIL tra lo 0,4 e lo 0,9 per cento al di sopra dei valori previsti nello scenario di assenza del programma entro il 2026, con guadagni che arrivano allo 0,8-1,2 per cento entro il 2031 (cfr. la tavola 2). Questa traiettoria riflette due fattori principali: iniziali guadagni grazie allo stimolo fiscale, seguiti da effetti positivi sulla crescita creati dalle riforme strutturali. L'aumento dei benefici nel tempo deriva principalmente dai crescenti vantaggi rivenienti dalle riforme strutturali, anche in presenza di una riduzione degli effetti di spesa nell'ambito del Next Generation EU. Tuttavia, gli effetti del canale delle riforme strutturali sono caratterizzati da una

¹¹ Per maggiori dettagli sulla funzione di produzione e sull'integrazione della produttività del capitale pubblico, cfr. Clancy, D., Jacquinot, P. e Lozej, M., "Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union", *Journal of Macroeconomics*, vol. 48, edizione C, 2016, pagg. 305-326.

maggiore incertezza rispetto a quelli derivanti dal canale delle misure del bilancio. Le stime del prodotto escludono sia gli effetti di fiducia già realizzati con l'annuncio del programma sia il minimo impatto che si prevede scaturire dall'agevolazione del finanziamento del settore privato.

Tavola 2

Impatto stimato totale dell'RRF sul PIL e sull'inflazione dell'area dell'euro

(impatto sul PIL: deviazione in valori percentuali dallo scenario di base di assenza del Next Generation EU. Impatto sull'inflazione: deviazione in punti percentuali dallo scenario di base di assenza del Next Generation EU)

	Impatto sul PIL		Impatto sull'inflazione
	Fino al 2026	Fino al 2031	
Misure di bilancio	0,3 - 0,8	0,2 - 0,6	0,1
Riforme strutturali	0,1	0,6	-
Risultati combinati	0,4 - 0,9	0,8 - 1,2	-

Fonti: BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: le stime della BCE dell'impatto delle misure di bilancio si basano sul modello EAGLE (economia dell'area dell'euro e mondiale) e sul modello ECB-MC (multi-paese). Le stime degli effetti delle riforme strutturali provengono dalle banche centrali nazionali dell'Eurosistema e considerano solo la componente della produttività del prodotto potenziale (produttività totale dei fattori, cfr. il grafico 9) per evitare un doppio conteggio con gli effetti di lungo periodo delle misure di bilancio. Le stime riportate negli intervalli dipendono dalle ipotesi formulate per quanto riguarda a) la produttività del capitale (media, alta e bassa) e b) l'elevato o basso assorbimento dei fondi dell'RRF. Le cifre relative all'inflazione riportate nella tabella rappresentano i valori massimi.

Impatto del canale delle misure di bilancio sul PIL e sull'inflazione

Le simulazioni macroeconomiche condotte indicano che lo stimolo di bilancio indotto dal Next Generation EU può generare incrementi significativi per il prodotto dell'area dell'euro (cfr. la tavola 3). Tali aumenti sono stimati tra lo 0,3 e lo 0,8 per cento entro il 2026, l'anno di attuazione definitiva, con effetti persistenti compresi tra lo 0,2 e lo 0,6 per cento entro il 2031, che riflettono la natura durevole dei progetti di investimento del Next Generation EU, mirati principalmente agli investimenti pubblici e a contribuire alla capacità produttiva di lungo periodo. L'impatto è particolarmente pronunciato nei principali paesi beneficiari, tra cui Italia e Spagna, dove i vantaggi sono da due a tre volte superiori rispetto alla media dell'area dell'euro.

Sono importanti le ipotesi relative sia alla produttività sia all'assorbimento dei fondi dell'RRF; il secondo aspetto è particolarmente decisivo. Nello scenario di basso assorbimento, in cui l'attuazione mantiene il ritmo lento osservato in passato, i guadagni in termini di prodotto si dimezzano rispetto allo scenario di pieno assorbimento, adottando per entrambi l'ipotesi di una produttività media (cfr. la riga inferiore della tavola 3). Anche le ipotesi relative alla produttività influenzano in modo significativo i risultati finali, con scenari di produttività bassa ed elevata che mostrano notevoli differenze rispetto al caso centrale (cfr. le righe superiori della tavola 3). I governi che mirano a massimizzare l'impatto del programma dovrebbero dare la priorità a progetti efficienti che offrono i migliori rendimenti economici.

Tavola 3

Impatto stimato del canale delle misure di bilancio dell'RRF sul livello del PIL dell'area dell'euro, dell'Italia e della Spagna

(deviazioni percentuali rispetto allo scenario di base di assenza del programma)

Ipotesi 1: assorbimento dei fondi dell'RRF	Ipotesi 2: produttività della spesa dell'RRF	Fino al 2026			Fino al 2031		
		Area dell'euro	IT	ES	Area dell'euro	IT	ES
Elevato nel 2024-2026	Elevata	0,8	1,9	1,7	0,6	1,5	1,4
	Media	0,5	1,4	1,4	0,3	0,7	0,9
	Bassa	0,5	1,3	1,2	0,2	0,6	0,7
Basso nel 2024-2026	Media	0,3	0,9	0,5	0,2	0,4	0,5

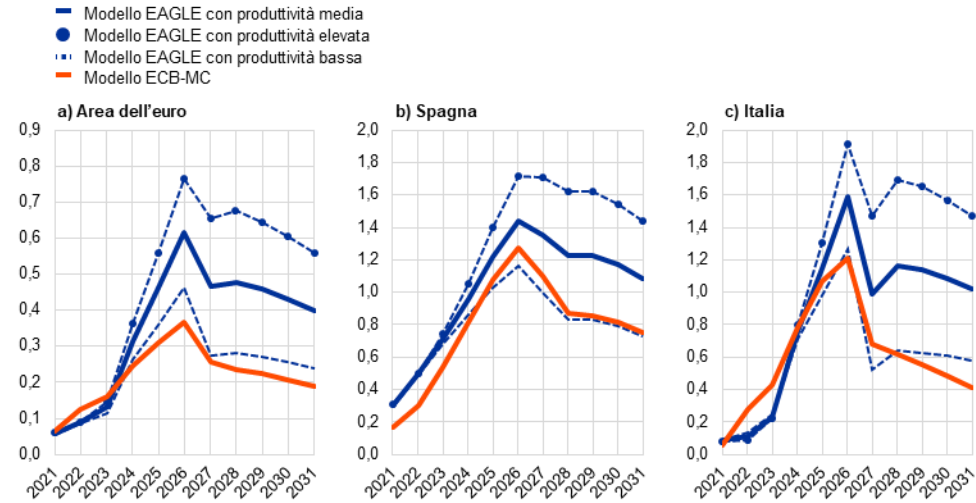
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE basate sui dati del Gruppo di lavoro sulle finanze pubbliche del SEBC.
Note: è stato utilizzato un insieme di dati originale sviluppato dal gruppo di lavoro, che coglie il profilo temporale della spesa, la sua composizione e la sua natura aggiuntiva o sostitutiva. Data l'incertezza che caratterizza le stime quantitative impiegate, si è deciso di: a) utilizzare due modelli della BCE distinti (un modello DSGE prospettico con aspettative razionali prospettiche (EAGLE) e un modello semi-strutturale con aspettative retrospettive (ECB-MC)); b) utilizzare moltiplicatori diversi a seconda delle voci di spesa e in linea con la letteratura esistente; c) distinguere tra produttività elevata, media e bassa del capitale pubblico; d) fornire stime in base alle ipotesi sia di un elevato sia di un basso assorbimento dei fondi dell'RRF nella vita residua del Next Generation EU. Il basso assorbimento nel periodo 2024-2026 è qui definito come lo stesso tasso di spesa delle erogazioni del dispositivo per la ripresa e la resilienza nel periodo 2021-2023.

I guadagni derivanti dal Next Generation EU in termini di prodotto devono ancora in larga misura concretizzarsi, a seconda di quanto si riesca a recuperare sui tempi di attuazione. Il programma ha subito un significativo ritardo sulla tabella di marcia precedentemente stimata, con benefici di conseguenza modesti in termini di prodotto, finora. Tuttavia, nei prossimi anni dovrebbero essere impiegate risorse ingenti. Ipotizzando un elevato assorbimento dei fondi rimanenti, il recupero sui tempi di attuazione dovrebbe tradursi in incrementi del prodotto pari quasi al doppio di quelli osservati finora (cfr. il grafico 6).

Grafico 6

Impatto stimato dell'RRF sul PIL, ipotizzando un pieno assorbimento (area dell'euro, Italia e Spagna)

(deviazioni percentuali rispetto allo scenario di base di assenza del programma)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

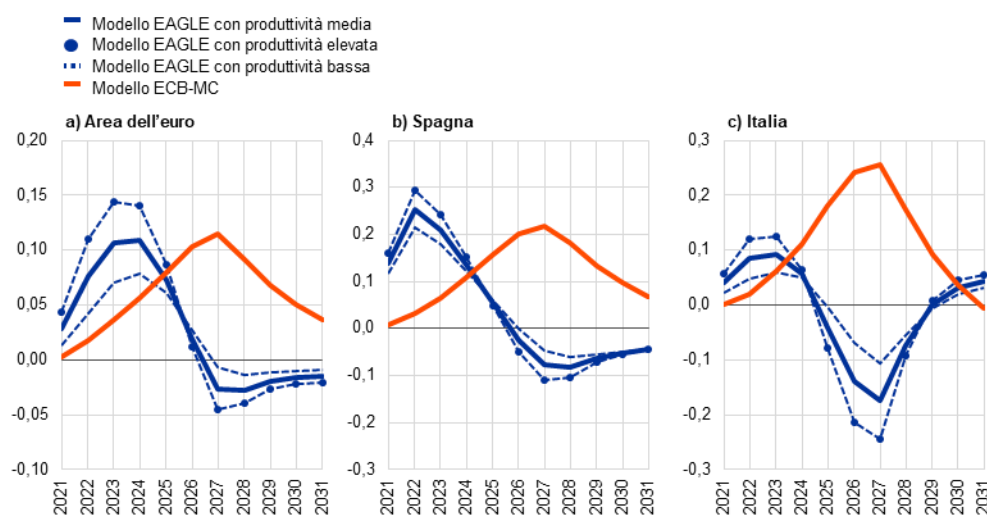
In merito all'inflazione, l'analisi individua un impatto modesto sull'area dell'euro (cfr. il grafico 7). Le simulazioni condotte indicano una differenza

massima di circa 0,1 punti percentuali rispetto allo scenario di base di assenza del programma. Nei principali paesi beneficiari (Italia e Spagna) gli effetti potrebbero raggiungere temporaneamente 0,3 punti percentuali. La dinamica dell'inflazione dipende in larga misura dal modello utilizzato: i modelli prospettici come EAGLE mostrano un'inflazione rapida trainata dalla domanda, compensata dagli aumenti di produttività attesi, mentre i modelli retrospettivi come ECB-MC catturano gli aggiustamenti graduali dei prezzi alle pressioni della domanda.

Grafico 7

Impatto stimato dell'RRF sull'inflazione, ipotizzando un pieno assorbimento (area dell'euro, Italia e Spagna)

(deviazioni in punti percentuali rispetto allo scenario di base di assenza del programma)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

La valutazione attuale riflette una significativa riprogrammazione temporale rispetto a quanto precedentemente stimato. Nel 2021 si ipotizzava un'attuazione ambiziosa, rapida sin dall'inizio, con guadagni precoci in termini di prodotto¹². Tuttavia, i ritardi nella realizzazione hanno spinto l'esecuzione nella seconda metà del ciclo di vita del Next Generation EU, spostando l'impatto del programma nel tempo. Ciononostante, l'entità dell'effetto complessivo rimane sostanzialmente in linea con le stime iniziali.

Impatto delle riforme strutturali sul prodotto potenziale

Le stime aggiornate di un gruppo di esperti del SEBC suggeriscono che il Next Generation EU potrebbe innalzare il livello del prodotto potenziale dell'area dell'euro dell'1,0 per cento entro il 2031 e, se i PRR fossero pienamente attuati, dell'1,3 per cento entro il 2033. Queste stime, che comprendono l'impatto sia della spesa pubblica sia delle riforme strutturali, non sono identiche a quelle presentate

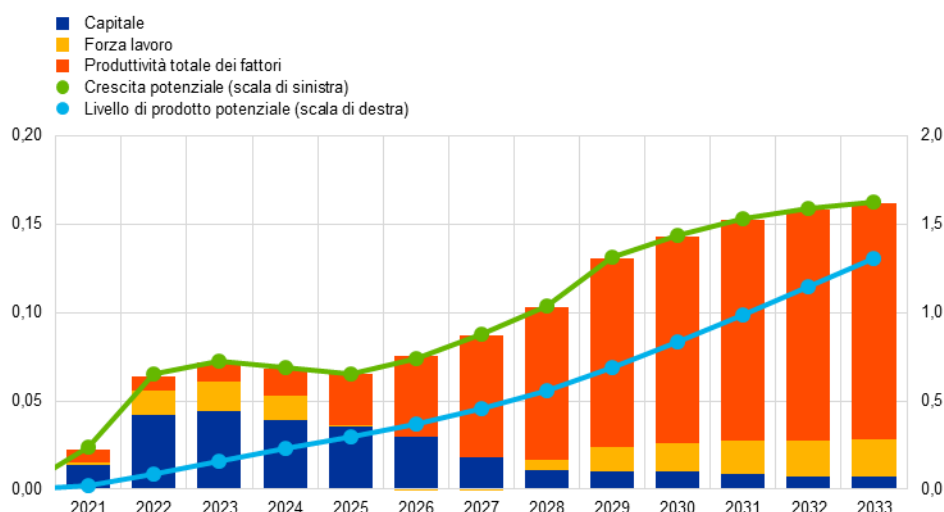
¹² Cfr. Bańkowski et al. (2022), op. cit.

per il canale delle misure di bilancio nella sezione precedente, in quanto si basano su una metodologia diversa e considerano il prodotto potenziale anziché il prodotto effettivo¹³. La crescita potenziale potrebbe essere incrementata di 0,10-0,15 punti percentuali all'anno nel periodo 2020-2033 (cfr. il grafico 8). Fino al 2027, circa, una parte significativa dell'impatto dovrebbe arrivare tramite il contributo del capitale, derivante dagli effetti sugli investimenti. In seguito la maggior parte dell'impatto dovrebbe manifestarsi attraverso riforme strutturali, incidendo principalmente sul contributo della produttività totale dei fattori alla crescita potenziale e, in una certa misura, sul contributo del lavoro. Tali stime riguardano l'impatto sia delle riforme sia degli investimenti¹⁴. Inoltre, includono il dispositivo per la ripresa e la resilienza, così come gli altri strumenti del Next Generation EU.

Grafico 8

Impatto del Next Generation EU sul prodotto potenziale nell'area dell'euro a 11 paesi

(scala di sinistra: deviazione in punti percentuali dallo scenario controfattuale; scala di destra: deviazione in valori percentuali dallo scenario controfattuale)



Fonte: elaborazioni dell'Eurosistema.

Nota: l'aggregato per l'area dell'euro è rappresentato dalla media ponderata dei seguenti 11 paesi: Germania, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Slovenia.

Le stime aggiornate indicano che l'impatto del Next Generation EU sul prodotto potenziale nel periodo dal 2020 al 2030 è inferiore rispetto a quanto stimato nel 2022¹⁵. L'esercizio ex ante prevedeva un impatto dello 0,5 per cento sul livello del prodotto potenziale dell'area dell'euro entro il 2024. Nell'esercizio aggiornato l'impatto stimato per il 2024 è solo dello 0,2 per cento e l'impatto a lungo termine dell'1,3 per cento dovrebbe concretizzarsi nel 2033 anziché nel 2030 (cfr. il pannello a) del grafico 9). Il ritardo è riscontrabile anche nell'impatto atteso sulla crescita potenziale: nel 2022-2023 si stima che sia stato circa la metà di quanto originariamente previsto e dovrebbe essere più contenuto anche nel lungo periodo,

¹³ L'impatto sul prodotto potenziale dovrebbe convergere nel lungo periodo a quello sul prodotto effettivo, giacché gli effetti a lungo termine sull'output gap, che è la differenza tra il prodotto effettivo e quello potenziale, dovrebbero essere pari a zero.

¹⁴ Le stime sull'impatto degli investimenti sono state elaborate dalle BCN. Tuttavia, sono molto simili a quelle presentate nella sezione precedente, elaborate dagli esperti della BCE sulla base di modelli.

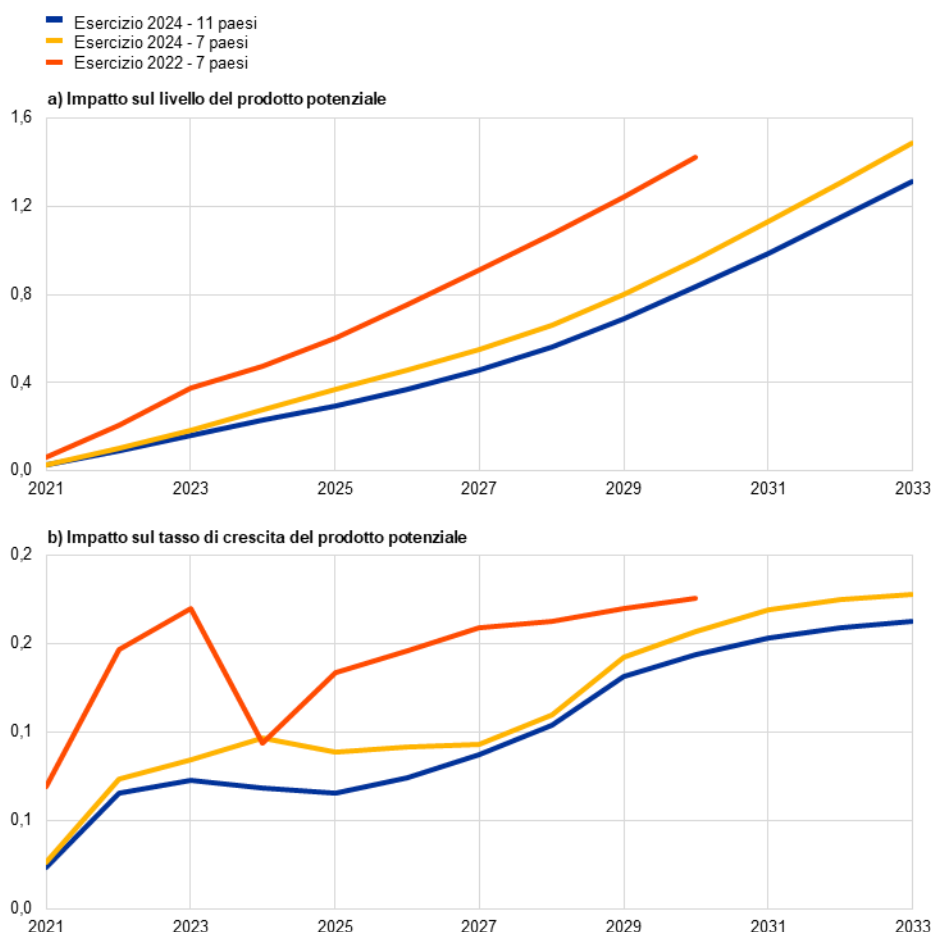
¹⁵ Cfr. il riquadro 6 in "The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective", Occasional Paper Series, n. 291, BCE, aprile 2022.

vale a dire nel 2025-2030 (cfr. il pannello b) del grafico 9). Il minore impatto atteso sulla crescita potenziale riflette anche il fatto che gli effetti precedentemente attesi sugli investimenti sono stati a stento visibili nel periodo 2022-2023, con il 2024 che ha costituito un anno di transizione. A partire dal 2025 ci si attende un aumento dell'impatto sul potenziale, in quanto le riforme strutturali inizieranno ad avere effetto. Nell'aggiornamento più recente, tuttavia, si stima che tale impatto si manifesterà anche in maniera più lenta. Nel complesso, l'impatto minore di riforme strutturali e investimenti, che per questi ultimi si manifesta anche in ritardo, determina un effetto più contenuto sul profilo della crescita potenziale nel breve termine, rispetto alle stime iniziali.

Grafico 9

Impatto del Next Generation EU sul prodotto potenziale dell'area dell'euro: esercizio 2022 rispetto al 2024

(deviazione percentuale dallo scenario controfattuale)



Fonte: elaborazioni dell'Eurosistema.

Note: nell'esercizio 2024 l'aggregato dell'area dell'euro è rappresentato dalla media ponderata dei seguenti 11 paesi: Germania, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Italia, Malta, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Slovenia. L'esercizio del 2022 non includeva Croazia, Malta, Paesi Bassi e Austria.

Le revisioni delle stime del prodotto potenziale riflettono principalmente un posticipo degli effetti precedentemente attesi, a causa dei ritardi di attuazione osservati. Le stime a lungo termine relative alla crescita del prodotto potenziale convergono infatti verso un livello simile in entrambi gli esercizi di

valutazione¹⁶. Le differenze riguardano principalmente il profilo temporale nel breve-medio periodo. Ciò riflette l'ipotesi del gruppo di esperti del SEBC che i PRR saranno infine pienamente attuati, malgrado i ritardi osservati nella prima metà del periodo di attuazione del Next Generation EU. Ciononostante, nello scenario di base i rischi al ribasso per le stime del prodotto potenziale sono aumentati rispetto a quelli individuati dal 2022, a causa dei ritardi di attuazione osservati.

Impatto sul debito pubblico e sulla qualità delle finanze pubbliche

Si stima che l'impatto dell'RRF sul rapporto debito pubblico/PIL sia favorevole e significativo, sia per i principali paesi beneficiari, sia per l'area dell'euro nel suo complesso. Per quanto riguarda l'impatto sul debito, l'analisi parte dalle proiezioni macroeconomiche formulate a giugno 2024 dagli esperti dell'Eurosistema, ipotizzando che si manifestino tutti gli effetti attualmente attesi dal dispositivo per la ripresa e la resilienza, compreso un rimborso basato sul PNL a partire dal 2028 (cfr. la sezione 2.1)¹⁷. Si costruisce uno scenario controfattuale senza l'RRF, sottraendo tutti i relativi effetti di riduzione e di incremento del debito. Per Italia e Spagna si stima che nello scenario centrale, con una produttività media, l'impatto complessivo del dispositivo sulla riduzione del debito sia di circa 7-8 punti percentuali (cfr. il grafico 10) e non cambierebbe in modo significativo nelle ipotesi di produttività elevata o bassa. Anche per quanto riguarda l'intera area dell'euro si stima che l'impatto dell'RRF sul rapporto debito pubblico/PIL sia favorevole¹⁸.

¹⁶ Secondo le stime dell'Eurosistema, il Next Generation EU ha un impatto di lungo periodo sul tasso di crescita del prodotto potenziale, anche se tale effetto potrebbe venir meno nel lunghissimo periodo. Nel modello EAGLE la crescita in condizioni di equilibrio o a lungo termine non è influenzata dal programma.

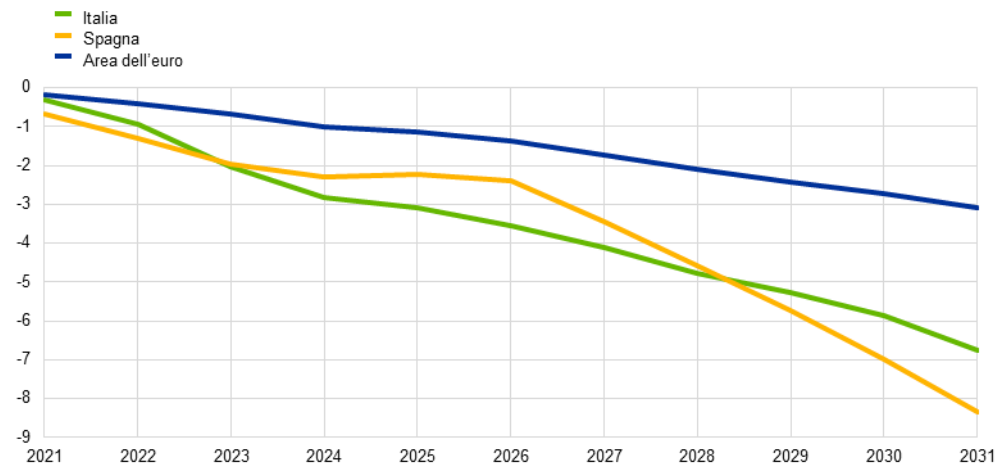
¹⁷ Le proiezioni si riferiscono al periodo 2024-2026. Successivamente, le ipotesi standard a lungo termine utilizzate nell'analisi della sostenibilità del debito del SEBC sono utilizzate per le proiezioni del debito, comprese le stime del SEBC della crescita potenziale.

¹⁸ Per "debito dell'area dell'euro" si intende la somma ponderata dei rapporti nazionali debito pubblico/PIL, compresi i prestiti del dispositivo per la ripresa e la resilienza, ma esclusi i flussi all'interno dell'area e il debito a livello dell'UE per le sovvenzioni nell'ambito del Next Generation EU.

Grafico 10

Impatto stimato sul debito pubblico di Italia, Spagna e area dell'euro

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE utilizzando lo strumento di analisi della sostenibilità del debito (debt sustainability analysis, DSA) del SEBC.

Note: l'impatto sul rapporto debito pubblico/PIL è calcolato utilizzando gli effetti sul PIL e sull'inflazione derivati nello scenario della produttività media della spesa pubblica in conto capitale. Le stime per l'area dell'euro sono solo un aggregato dei rapporti tra debito pubblico e PIL nazionali, al netto dei flussi intra-area (ad es. prestiti bilaterali alla Grecia). Il grafico non tiene conto del debito contratto a livello dell'UE, in quanto non è possibile isolare la quota dell'area dell'euro.

Gli effetti dell'RRF sui rapporti debito pubblico/PIL agiscono attraverso quattro canali principali, come illustrato nel grafico 11:

1. un **canale diretto** con due effetti opposti: a) uno positivo attraverso la componente di sovvenzione dell'RRF (registrata come entrata, con un impatto significativo sul saldo di bilancio dei principali paesi beneficiari); e b) uno di incremento del debito attraverso la componente di prestito del dispositivo. Quest'ultima rappresenta l'unico fattore di incremento del debito, sebbene a un costo marginale inferiore rispetto a quello che avrebbe se i singoli paesi, soprattutto quelli con un debito elevato, dovessero finanziarsi sul mercato. Poiché prevale questo secondo effetto, in termini netti il canale diretto aumenta il rapporto debito pubblico/PIL nei due principali paesi beneficiari (cfr. le barre gialle del grafico 11)¹⁹;
2. un **canale di fiducia** attraverso premi per il rischio sovrano più bassi e, di conseguenza, minori costi di finanziamento. Tale effetto è stato più marcato nel caso dell'Italia, dove il differenziale rispetto ai Bund tedeschi si è ampliato in misura più pronunciata all'inizio della crisi connessa al COVID-19. Pertanto, il semplice annuncio dell'accordo sul Next Generation EU a maggio 2020 ha spostato considerevolmente al ribasso l'intera curva dei rendimenti dei titoli di Stato, compreso il segmento a lungo termine (cfr. le barre rosse del grafico 11);
3. l'**effetto di stimolo dell'RRF sull'economia determinato dalla domanda**, che porta a un aumento delle entrate pubbliche e a un PIL in termini reali più

¹⁹ Le barre tratteggiate rappresentano l'effetto di una posizione di bilancio più espansiva rispetto a quanto avrebbe suggerito un'improvvisa cessazione del Next Generation EU, che si tradurrebbe automaticamente in un ulteriore aumento del rapporto debito pubblico/PIL. Questo effetto è particolarmente evidente per l'Italia, ma quasi assente per la Spagna.

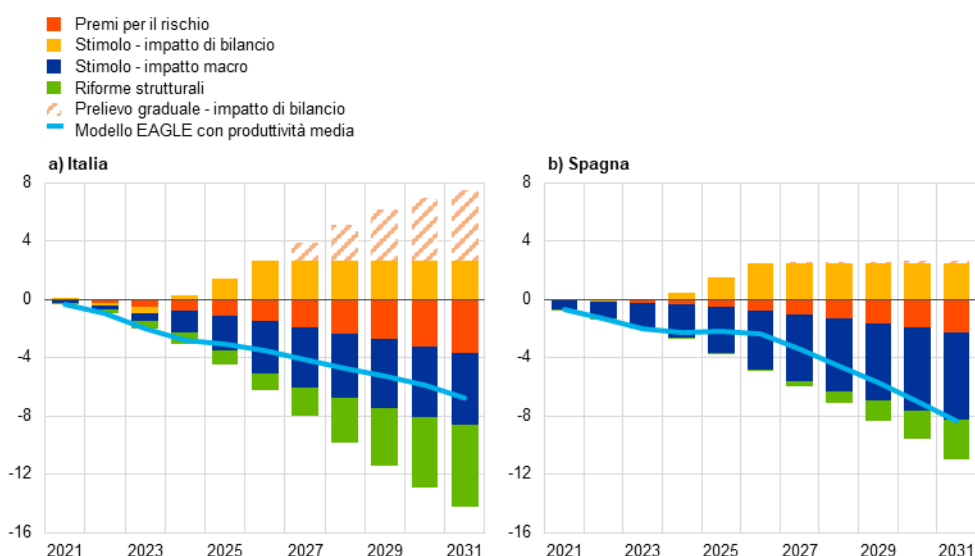
elevato a denominatore nel rapporto debito pubblico/PIL, in linea con le stime dell'impatto sul PIL e sull'inflazione secondo il modello EAGLE, sulla base delle diverse ipotesi di produttività illustrate nel grafico 6 e nel grafico 7 (barre blu);

4. gli **effetti sul lato dell'offerta**, ossia sul PIL potenziale, dovuti a investimenti e riforme. L'impatto sulla crescita potenziale stimato per l'Italia, più favorevole rispetto alla Spagna, compensa in parte il maggiore incremento del debito esercitato da un più elevato ricorso ai prestiti nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza (cfr. le barre verdi del grafico 11).

Grafico 11

Scomposizione dell'impatto stimato sul debito pubblico di Italia e Spagna

(deviazione in punti percentuali dallo scenario di base)



Fonti: Eurostat; elaborazioni degli esperti della BCE utilizzando lo strumento di analisi della sostenibilità del debito (debt sustainability analysis, DSA) del SEBC.

Note: l'impatto sul rapporto debito pubblico/PIL deriva da quattro effetti principali, qui evidenziati nello scenario della produttività media: a) barre gialle = impatto diretto sul bilancio dei prestiti aggiuntivi (incremento del debito) e delle sovvenzioni sostitutive (riduzione del debito); b) barre rosse = risparmi sugli interessi derivanti da premi per il rischio più bassi; c) barre blu = effetto di stimolo del programma sull'economia, che determina maggiori entrate e un denominatore più elevato del rapporto debito pubblico/PIL; d) barre verdi = impatto sul lato dell'offerta (PIL potenziale) dovuto agli investimenti e alle riforme strutturali. Le barre tratteggiate rappresentano l'effetto di un più graduale risanamento dei conti pubblici dopo il periodo del Next Generation EU (dal 2027), che riflette le nuove regole di bilancio dell'UE.

Sebbene gli effetti favorevoli sul rapporto debito pubblico/PIL dei principali beneficiari restino significativi, il presente aggiornamento indica una notevole revisione al ribasso rispetto alle stime iniziali degli esperti della BCE. Per l'Italia e la Spagna l'impatto previsto entro il 2031 è stato rivalutato a 7-8 punti percentuali anziché 12-14, come da Bańkowski et al. (2002). Ciò è dovuto principalmente a ritardi nell'attuazione, che hanno ridotto l'impatto sia sui risultati di bilancio sia sul PIL e, soprattutto, hanno portato a una considerevole revisione al ribasso del PIL potenziale, incidendo sulle proiezioni del debito a lungo termine.

Infine, l'attuazione dell'RRF potrebbe anche indurre un certo miglioramento nella qualità delle finanze pubbliche a livello nazionale. Nei principali paesi beneficiari le evidenze preliminari sulle variazioni nella composizione della spesa pubblica suggeriscono che l'attuazione dell'RRF abbia determinato uno spostamento verso voci con effetti più marcati sulla crescita del PIL, come le energie rinnovabili, le

stazioni di ricarica per i veicoli elettrici, la digitalizzazione delle piccole e medie imprese e l'intelligenza artificiale²⁰.

4 Osservazioni conclusive

Il programma Next Generation EU dovrebbe avere un impatto positivo sul prodotto dell'area dell'euro nel lungo periodo, mentre ci si attende un effetto relativamente contenuto sull'inflazione. Le stime basate su modelli suggeriscono che la spesa pubblica e le riforme strutturali connesse al programma potrebbero aumentare il livello del PIL dell'area dell'euro di circa lo 0,4-0,9 per cento entro il 2026 e dallo 0,8 all'1,2 per cento entro il 2031. Gli intervalli di stima riflettono l'incertezza che prevale intorno alle ipotesi principali, in particolare se gli investimenti e le riforme previsti saranno attuati in modo completo ed efficace. Secondo le proiezioni, l'impatto favorevole del Next Generation EU dovrebbe contribuire a ridurre il rapporto debito pubblico/PIL dei principali paesi beneficiari. Dal lato nominale, è probabile che il programma abbia solo un impatto modesto sull'inflazione dell'area dell'euro, a causa di effetti contrastanti dal lato della domanda e dell'offerta.

Tuttavia, è probabile che l'impatto positivo atteso sul prodotto si concretizzi più tardi di quanto inizialmente previsto e sia soggetto a rischi al ribasso.

Anche il limite superiore delle stime aggiornate dell'impatto del programma sul livello del prodotto dell'area dell'euro nel 2031 è inferiore a quanto previsto dagli esperti della BCE agli inizi del 2022. Questa revisione al ribasso riflette in larga misura ritardi nell'attuazione dei piani nazionali di riforme e investimenti. A loro volta tali ritardi rispecchiano principalmente vincoli amministrativi e le ramificazioni dello shock sull'inflazione dei beni energetici dovuto alla guerra della Russia contro l'Ucraina. Nonostante l'impennata dell'inflazione, il valore reale del programma è rimasto pressoché stabile, grazie ad aumenti concomitanti delle sovvenzioni per il finanziamento degli investimenti connesse al dispositivo per la ripresa e la resilienza a favore dei paesi dell'area dell'euro. Inoltre, l'impatto nel lungo periodo del Next Generation EU previsto dalle proiezioni sul tasso di crescita del prodotto dell'area è ampiamente in linea con i risultati precedenti. Nel complesso, pertanto, le revisioni delle stime del prodotto costituiscono una *revisione del profilo temporale* piuttosto che dell'efficacia a lungo termine del programma. Dati i ritardi nella trasmissione, è probabilmente troppo presto per trarre conclusioni definitive in merito all'efficacia degli investimenti e delle riforme connessi al Next Generation EU. Ciononostante, dal 2022 è aumentato il rischio di una loro attuazione inefficace o incompleta. I ritardi osservati finora, uniti alla fissazione della data di scadenza del programma, suggeriscono che alcuni progetti potrebbero essere realizzati "frettolosamente", a scapito della qualità, oppure del tutto annullati.

Adottando misure strategiche mirate, i paesi dell'area dell'euro possono assicurare un'attuazione più efficace degli investimenti e delle riforme legati al Next Generation EU. In particolare, gli Stati membri potrebbero riorientare le risorse

²⁰ Cfr. Bańkowski, K. et al., "Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?", *Occasional Paper Series*, n. 362, BCE, 2024.

amministrative, fare un uso più intensivo del supporto tecnico disponibile a livello dell'UE e individuare modifiche normative mirate che faciliterebbero la realizzazione dei loro progetti nell'ambito del programma. Simili provvedimenti strategici correttivi potrebbero migliorare l'eventuale compromesso che potrebbe emergere tra velocità e qualità dell'esecuzione dei piani nella seconda metà del periodo di durata prevista del programma, vale a dire fino ad agosto 2026. Più in generale, tali sforzi sul piano delle politiche sono essenziali per garantire che il Next Generation EU possa liberare il suo potenziale di trasformazione e fungere da catalizzatore per la modernizzazione e il rafforzamento delle economie dell'area dell'euro.

Statistiche

Indice

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

Ulteriori informazioni

È possibile consultare e scaricare le statistiche della BCE dal Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu
Tavole dettagliate sono disponibili nella sezione "Publications" del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Le definizioni metodologiche, le note generali e le note tecniche alle tavole statistiche sono consultabili nella sezione "Methodology" del Portale dati della BCE:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
La spiegazione dei termini e delle abbreviazioni è riportata nel glossario statistico della BCE:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Segni convenzionali nelle tavole

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

1 Contesto esterno

1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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											
	Domanda interna									Saldo con l'estero ¹⁾		
	Totale	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
					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	12.612,9	12.106,2	6.453,7	2.785,8	2.734,4	1.403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6.111,6	5.605,0
2022	13.724,0	13.446,3	7.228,9	2.941,9	3.018,2	1.558,7	869,2	584,1	257,3	-277,8	7.395,1	7.117,4
2023	14.594,5	14.077,8	7.736,2	3.093,3	3.195,0	1.641,8	925,8	621,1	53,3	-516,7	7.375,6	6.858,9
2023 4° trim.	3.706,5	3.570,3	1.960,5	791,7	814,6	411,8	230,6	170,6	3,5	-136,2	1.834,4	1.698,2
2024 1° trim.	3.738,8	3.564,1	1.981,3	796,5	798,9	413,6	226,6	157,1	-12,7	-174,7	1.852,2	1.677,5
2° trim.	3.764,1	3.577,5	1.989,6	810,3	781,9	410,6	227,9	141,8	-4,3	-186,6	1.894,9	1.708,3
3° trim.	3.800,2	3.638,3	2.009,0	818,3	802,4	412,2	225,2	163,3	8,7	-161,9	1.871,0	1.709,2
in percentuale del PIL												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,2	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2023 4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	-0,4	-2,0	11,1	-	-	0,3	0,2
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	1,2	-2,4	-0,9	0,3	-10,5	-	-	1,5	1,1
3° trim.	0,4	1,3	0,7	0,5	2,0	-0,1	-1,8	14,8	-	-	-1,5	0,2
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2021	6,3	5,1	4,7	4,3	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,3
2023	0,4	0,1	0,6	1,6	1,6	0,5	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2023 4° trim.	0,1	-0,1	0,9	2,2	2,2	1,2	-0,7	9,3	-	-	-2,5	-3,0
2024 1° trim.	0,4	0,0	1,0	1,9	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
2° trim.	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
3° trim.	0,9	0,8	1,0	2,4	-1,3	-1,5	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali												
2023 4° trim.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,5	-0,5	0,1	-	-
2024 1° trim.	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
3° trim.	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,8	2,6	0,2	0,5	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2023 4° trim.	0,1	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0	0,4	-1,5	0,2	-	-
2024 1° trim.	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
2° trim.	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
3° trim.	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2 Attività economica

2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	11.253,2	185,1	2.158,3	592,5	2.017,7	602,8	521,9	1.275,7	1.363,7	2.208,1	327,5	1.359,7
2022	12.339,7	217,9	2.421,3	647,1	2.342,5	633,0	543,3	1.341,1	1.490,9	2.324,5	377,9	1.384,3
2023	13.203,5	225,2	2.584,7	721,4	2.440,3	678,4	605,2	1.477,4	1.602,1	2.460,1	408,7	1.391,0
2023 4° trim.	3.350,4	55,8	643,3	182,7	616,4	172,5	154,3	379,0	410,3	632,7	103,4	356,0
2024 1° trim.	3.370,0	55,8	631,9	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,0	368,8
2° trim.	3.389,8	56,0	627,5	184,7	628,5	177,2	159,4	386,9	418,4	645,4	105,9	374,3
3° trim.	3.417,9	56,7	632,2	185,1	632,3	179,6	160,6	386,9	422,9	654,6	107,1	382,3
in percentuale del valore aggiunto												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
variazioni percentuali sul trimestre precedente												
2023 4° trim.	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 1° trim.	0,2	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
2° trim.	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
3° trim.	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
variazioni percentuali sul periodo corrispondente												
2021	6,2	2,6	8,1	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,1	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,2
2023	0,7	0,7	-1,5	1,2	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 4° trim.	0,5	0,4	-2,4	1,7	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 1° trim.	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
2° trim.	0,6	-2,1	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
3° trim.	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali												
2023 4° trim.	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 1° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 4° trim.	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024 1° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2° trim.	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
3° trim.	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2 Attività economica

2.3 Occupazione ¹⁾

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persone occupate													
percentuale sul totale delle persone occupate													
2021	100,0	85,9	14,1	3,0	14,3	6,3	24,0	3,2	2,4	1,0	14,0	25,1	6,6
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,5
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	1,6	1,7	0,7	0,5	0,0	3,2	0,6	4,4	0,4	1,3	3,0	2,2	1,0
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,9	1,7	1,3	1,0
2023 4° trim.	1,3	1,4	0,9	-0,9	0,5	1,7	1,6	2,9	0,6	1,2	1,2	1,5	1,4
2024 1° trim.	1,1	1,1	0,8	-0,5	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
2° trim.	0,9	1,0	0,9	-0,5	0,5	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,6	0,9
3° trim.	0,9	0,9	0,8	-1,0	0,2	0,7	1,0	1,6	0,8	-1,8	1,0	1,6	1,0
Ore lavorate													
percentuale sul totale delle ore lavorate													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,8	18,2	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,0	18,0	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,3	8,6	4,3	6,5
2022	3,5	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,4	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-1,9	0,6	0,9	1,7	3,5	0,1	1,5	1,7	1,5	1,6
2023 4° trim.	1,4	1,6	0,4	-1,0	0,5	1,6	1,5	3,3	0,4	0,4	1,4	1,8	1,5
2024 1° trim.	0,7	0,7	0,4	-2,0	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,0	-0,7	1,1	1,0	0,4
2° trim.	0,8	0,9	0,5	-0,9	0,3	0,9	0,4	2,0	0,4	-1,9	1,1	1,4	1,5
3° trim.	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,6	0,6	-2,6	1,0	0,8	1,1
Ore lavorate per persona occupata													
variazioni percentuali sul periodo corrispondente													
2021	4,5	4,1	6,5	1,0	4,9	5,8	6,5	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,5
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,5	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,5	-0,7	3,4
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,5	-0,4	0,0	0,1	0,5
2023 4° trim.	0,1	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,2	-0,8	0,3	0,4	0,1
2024 1° trim.	-0,4	-0,4	-0,5	-1,6	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	0,2	-0,4	0,0
2° trim.	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,7	0,3	-0,2	0,6
3° trim.	-0,5	-0,4	-0,9	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	0,1

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2 Attività economica

2.4 Forze di lavoro, disoccupazione e posti vacanti

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Forze di lavoro, in milioni	Sottoccupazione in perc. delle forze di lavoro	Disoccupazione ¹⁾											Tasso di posti vacanti ³⁾
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro ²⁾	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,075	3,4	12,822	7,8	3,2	10,344	6,9	2,479	16,9	6,547	7,4	6,275	8,2	2,5
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,147	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2
2023	170,273	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,649	6,2	5,535	6,9	3,0
2023 4° trim.	171,064	2,9	11,161	6,5	2,3	8,793	5,7	2,367	14,8	5,649	6,2	5,511	6,9	2,9
2024 1° trim.	171,606	2,9	11,195	6,5	2,3	8,870	5,7	2,325	14,5	5,660	6,2	5,535	6,9	2,9
2° trim.	171,896	2,8	11,115	6,5	2,1	8,787	5,6	2,329	14,6	5,629	6,2	5,487	6,8	2,6
3° trim.	.	.	.	6,3	.	.	5,4	.	14,9	.	6,2	.	6,5	2,5
2024 mag.	-	-	11,083	6,4	-	8,744	5,6	2,339	14,6	5,640	6,2	5,442	6,8	-
giu.	-	-	11,076	6,4	-	8,735	5,6	2,341	14,6	5,676	6,2	5,400	6,7	-
lug.	-	-	10,957	6,4	-	8,574	5,5	2,383	14,9	5,702	6,2	5,256	6,5	-
ago.	-	-	10,834	6,3	-	8,450	5,4	2,384	14,9	5,630	6,1	5,204	6,5	-
set.	-	-	10,844	6,3	-	8,452	5,4	2,392	14,9	5,629	6,1	5,215	6,5	-
ott.	-	-	10,841	6,3	-	8,414	5,4	2,427	15,0	5,612	6,1	5,229	6,5	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi ¹⁾	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	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	5,4	0,9	8,7	9,1	7,9	-2,9
2022	2,2	3,0	-1,5	5,1	6,3	-2,9	3,4	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-2,2	-1,7	-5,6	2,4	-1,6	-5,5	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,6	14,6
2023 4° trim.	-3,9	-4,2	-4,7	-2,5	-6,5	-0,6	1,5	-0,6	-0,5	0,1	-4,1	1,7	4,1
2024 1° trim.	-4,7	-4,9	-2,9	-6,0	-5,6	-1,8	-0,3	-0,1	-0,5	0,2	-0,6	2,7	4,6
2° trim.	-3,7	-4,0	-2,5	-7,2	0,3	-0,1	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,6	1,8	4,1
3° trim.	-1,8	-2,2	-2,9	-3,9	2,0	1,9	-2,0	1,9	0,5	2,7	2,3	1,4	-9,5
2024 mag.	-3,6	-3,9	-3,4	-7,7	1,4	0,2	-2,4	0,4	0,5	0,6	0,3	1,9	-3,7
giu.	-4,2	-4,7	-1,6	-8,4	-0,1	2,0	-1,4	-0,8	-0,3	-1,0	-0,3	-0,3	11,9
lug.	-2,1	-2,4	-3,0	-4,3	1,0	1,1	-2,3	0,2	-0,2	0,2	0,0	1,2	-8,2
ago.	-0,1	-0,4	-3,1	0,4	1,0	2,6	-2,5	2,5	1,4	2,4	4,8	1,7	-12,8
set.	-2,8	-3,3	-2,6	-6,4	3,9	1,9	-1,6	3,0	0,2	5,5	2,1	1,2	-7,3
ott.	.	.	.	.	.	.	.	1,9	0,6	2,7	1,9	.	.
Variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)													
2024 mag.	-0,9	-0,9	-0,9	-2,7	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,1	-0,4	0,0	-0,3	-6,4
giu.	0,1	0,0	0,7	0,8	-1,1	1,7	0,6	-0,7	-0,4	-0,6	-0,4	-1,2	13,8
lug.	-0,3	-1,0	-1,5	-1,0	1,0	0,0	-0,5	0,5	-0,1	0,8	-0,1	1,0	-11,3
ago.	1,5	1,4	-0,3	3,8	0,4	0,3	0,0	1,1	1,1	1,3	1,2	0,5	0,0
set.	-2,0	-2,1	0,0	-3,8	1,2	-1,5	-0,1	0,5	-0,7	1,3	-0,6	-0,5	3,1
ott.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	0,1	-0,9	-0,3	.	.

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	.	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,9	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,5	45,0	45,8	51,2	49,7
2024	.	.	78,5	.	.	.	.	90,2	.	.	.	.
2024 1° trim.	96,0	-9,2	79,4	-15,4	-5,2	-6,2	7,1	90,1	46,4	46,7	50,0	49,2
2° trim.	95,9	-10,2	79,0	-14,3	-6,3	-7,1	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	51,6
3° trim.	96,2	-10,4	78,3	-13,2	-6,0	-8,3	6,1	90,3	45,5	45,4	52,1	50,3
4° trim.	.	.	77,3	.	.	.	.	90,4	.	.	.	.
2024 giu.	96,0	-10,2	.	-14,0	-6,8	-7,8	6,5	.	45,8	46,1	52,8	50,9
lug.	95,9	-10,5	78,3	-13,0	-6,3	-9,0	5,1	90,3	45,8	45,6	51,9	50,2
ago.	96,4	-9,9	.	-13,5	-6,2	-7,9	6,3	.	45,8	45,8	52,9	51,0
set.	96,3	-10,8	.	-13,0	-5,5	-8,2	6,8	.	45,0	44,9	51,4	49,6
ott.	95,7	-12,6	77,3	-12,5	-4,8	-7,2	6,8	90,4	46,0	45,8	51,6	50,0
nov.	95,8	-11,1	.	-13,7	-4,8	-4,4	5,3	.	45,2	45,1	49,5	48,3

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 riepilogativi per le famiglie e le società non finanziarie

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

	Famiglie							Società non finanziarie					
	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento	Reddito disponibile lordo reale	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Rapporto fra debito e patrimonio netto ²⁾	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto ³⁾	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento ⁴⁾	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) ¹⁾		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				Percentuale del valore aggiunto lordo		Percentuale del PIL		Variazioni percentuali sul periodo corrispondente		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17,2	94,3	2,4	3,5	17,9	7,7	7,5	36,8	7,5	79,2	5,8	10,2	3,5
2022	13,6	91,3	0,5	2,3	12,7	2,3	8,2	37,7	5,4	74,5	5,1	10,0	3,4
2023	14,1	85,3	1,2	1,9	3,0	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	1,7	0,8
2023 3° trim.	13,9	86,5	0,5	1,8	1,3	1,6	-0,6	36,5	5,6	70,7	2,4	-11,4	1,2
4° trim.	14,1	85,3	1,4	1,9	2,2	2,0	-1,5	35,8	5,4	70,1	1,8	-0,7	0,8
2024 1° trim.	14,5	84,1	2,8	2,0	-3,3	2,2	-0,7	34,9	4,6	69,4	1,9	-6,3	0,8
2° trim.	14,9	83,4	2,1	2,3	-1,8	2,9	0,9	34,3	3,9	69,3	2,1	-8,1	1,0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale ¹⁾	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023 4° trim.	1.410,0	1.331,3	78,7	694,0	620,0	346,3	314,8	320,7	303,9	49,2	92,6	62,4	41,1
2024 1° trim.	1.430,2	1.327,2	103,0	704,9	600,5	368,5	336,4	310,8	310,8	46,1	79,6	18,9	31,6
2° trim.	1.490,9	1.360,2	130,7	716,8	613,9	390,7	339,8	336,7	316,1	46,6	90,3	25,4	22,1
3° trim.	1.487,9	1.375,2	112,7	722,9	618,9	380,8	328,7	339,7	340,2	44,5	87,4	18,3	15,5
2024 apr.	498,0	454,9	43,1	240,3	205,8	128,9	112,8	112,6	106,6	16,3	29,6	6,9	8,7
mag.	493,6	458,7	34,9	237,7	205,0	129,5	110,4	112,5	113,9	13,9	29,3	8,2	7,6
giu.	499,2	446,6	52,7	238,8	203,1	132,4	116,5	111,6	95,6	16,4	31,4	10,3	5,8
lug.	497,1	456,9	40,2	240,7	204,1	127,2	109,6	114,0	114,2	15,2	28,9	6,4	6,7
ago.	500,1	464,7	35,4	242,0	207,5	130,6	111,9	112,7	115,3	14,8	30,0	7,3	3,9
sett.	490,7	453,7	37,0	240,2	207,2	123,1	107,2	112,9	110,7	14,5	28,5	4,6	4,9
<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>													
2024 set.	5.819,0	5.393,9	425,1	2.838,5	2.453,3	1.486,3	1.319,6	1.307,8	1.271,0	186,4	349,9	125,1	110,4
<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2024 set.	38,8	35,9	2,8	18,9	16,3	9,9	8,8	8,7	8,5	1,2	2,3	0,8	0,7

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: Industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
			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 4° trim.	-4,8	-16,4	708,7	333,8	144,4	215,5	586,0	671,6	384,3	108,2	159,4	476,6	81,3
2024 1° trim.	-2,7	-11,8	715,2	336,6	142,8	219,1	590,6	655,8	372,0	105,8	159,0	467,9	75,8
2° trim.	1,7	-4,5	717,5	338,7	136,7	223,5	592,9	671,5	383,8	109,1	162,0	480,2	78,9
3° trim.	2,4	0,2	711,7	.	.	.	589,2	674,4	.	.	.	486,9	.
2024 apr.	14,0	1,9	243,9	114,6	46,5	76,3	201,0	225,6	130,1	36,4	55,0	160,5	28,0
mag.	-0,8	-6,3	236,8	112,9	44,8	73,6	196,0	225,2	128,6	36,6	53,5	160,6	27,2
giu.	-6,4	-8,7	236,8	111,1	45,3	73,6	195,9	220,7	125,1	36,2	53,5	159,0	23,8
lug.	9,3	3,7	237,4	112,7	45,2	73,5	196,0	224,4	127,3	37,4	54,0	162,2	26,5
ago.	-2,8	-2,7	236,8	113,0	44,8	73,5	196,9	226,0	127,0	36,6	55,3	163,2	25,9
sett.	0,6	-0,6	237,6	.	.	.	196,3	224,1	.	.	.	161,5	.
<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>													
2023 3° trim.	-4,3	-10,3	96,3	94,4	96,4	102,4	95,8	106,5	104,6	111,8	110,7	109,0	172,5
4° trim.	-3,8	-8,7	96,2	93,3	96,2	103,1	95,3	104,4	102,0	105,3	109,2	106,0	164,9
2024 1° trim.	-3,5	-6,6	96,7	94,3	93,5	104,2	95,5	102,9	100,4	102,1	108,1	103,3	164,3
2° trim.	-0,9	-4,3	95,6	93,3	88,7	105,4	94,4	103,7	101,3	105,2	108,5	104,7	168,8
2024 mar.	-9,9	-7,0	96,1	93,7	92,4	105,3	95,0	103,7	100,5	104,6	111,4	105,4	165,4
apr.	11,4	3,8	97,1	94,5	90,6	107,3	95,9	105,1	103,0	104,7	110,1	106,1	172,6
mag.	-3,6	-6,9	95,0	93,3	87,6	104,3	93,8	103,1	101,0	105,1	107,6	103,8	172,1
giu.	-8,7	-9,2	94,8	92,1	88,0	104,4	93,6	103,0	99,8	105,7	107,7	104,2	161,8
lug.	5,6	0,8	93,8	92,5	86,4	102,3	92,5	103,0	100,2	107,3	107,5	105,1	160,9
ago.	-5,1	-4,3	95,5	92,8	86,7	106,4	94,9	104,3	101,6	106,5	110,4	106,7	167,9

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

3 Prezzi e costi

3.1 Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ¹⁾

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) ²⁾						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	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 4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,6	0,6	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
2° trim.	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,6	0,4	-0,3	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
3° trim.	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	1,0	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
2024 giu.	126,6	2,5	2,9	1,2	4,1	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,8	0,3	2,4	3,4
lug.	126,5	2,6	2,9	1,4	4,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8	0,3	2,4	4,1
ago.	126,7	2,2	2,8	0,5	4,1	0,1	0,3	0,2	0,0	-1,1	0,4	1,9	4,0
set.	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
ott.	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
nov. ³⁾	126,7	2,3	2,7	.	3,9	0,1	0,2	0,3	0,1	0,6	-0,1	.	.

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

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) Stima preliminare.

3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni ¹⁾										Prezzi delle costruzioni ²⁾	Prezzi degli immobili residenziali ³⁾	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali ³⁾
	Totale (indice: 2021 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Totale	Industria manifat- turiera	Totale	Beni intermedi	Beni di inve- stimento	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	7,5	5,7	10,9	2,6	2,2	3,3	1,7	30,3	5,8	7,9	0,6
2022	132,8	32,8	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,5	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,8	-0,2	5,2	8,3	8,3	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1
2023 4° trim.	128,1	-8,4	-1,1	0,0	-4,8	3,3	3,6	2,1	3,1	-22,9	4,5	-1,2	-9,0
2024 1° trim.	124,9	-8,0	-1,6	-1,3	-5,3	2,0	1,5	-0,3	1,4	-20,5	3,6	-0,3	-8,0
2° trim.	122,9	-4,4	-0,2	-0,5	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,0	-12,2	2,4	1,3	-6,8
3° trim.	124,4	-2,6	-0,6	0,4	-0,9	1,4	1,4	0,4	0,9	-8,9	3,0	.	.
2024 mag.	122,6	-4,2	-0,1	-0,5	-3,1	1,7	1,1	-0,5	1,1	-11,8	-	-	-
giu.	123,2	-3,4	0,1	-0,2	-2,3	1,5	1,2	0,2	0,9	-9,8	-	-	-
lug.	124,2	-2,2	0,3	0,2	-1,1	1,3	1,2	0,1	0,9	-7,3	-	-	-
ago.	124,9	-2,3	-0,7	0,4	-0,8	1,4	1,3	0,3	0,8	-7,7	-	-	-
set.	124,2	-3,4	-1,6	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	0,9	-11,5	-	-	-
ott.	124,7	-3,2	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,0	1,3	1,1	-11,2	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

3.3 Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)					
	Totale (dest.; indice: 2020 = 100)	Totale	Domanda interna			Espor- tazioni ¹⁾	Impor- tazioni ¹⁾	Ponderati in base alle importazioni ²⁾			Ponderati in base all'utilizzo ²⁾				
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investi- menti fissi lordi		Totale	Alimentari	Non alimen- tari	Totale	Alimentari	Non alimentari
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
in perc. del totale										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2021	102,1	2,1	2,8	2,2	2,0	4,0	5,9	8,0	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2023 4° trim.	115,4	5,0	3,9	4,0	2,9	2,5	-1,7	-4,2	78,5	-8,8	-9,3	-8,3	-9,8	-10,4	-9,0
2024 1° trim.	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,7	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8
2° trim.	116,6	2,9	2,6	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
3° trim.	117,2	2,7	2,2	2,1	2,5	1,8	1,3	0,2	.	9,8	11,3	8,2	10,8	12,2	9,1
2024 mag.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,1	13,5	12,6	11,8	11,4	12,2
giu.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,2	15,6	10,7	12,0	12,7	11,2
lug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,0	14,0	10,0	12,2	13,4	10,8
ago.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10,4	11,5	9,2	11,6	12,8	10,1
set.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7,0	8,4	5,6	8,7	10,5	6,5
ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	13,3	12,3	12,6	12,3	13,0

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	48,6	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 4° trim.	3,7	18,6	17,5	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 1° trim.	4,6	16,5	17,5	5,1	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2° trim.	6,1	13,9	13,7	3,4	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
3° trim.	6,5	13,0	12,3	2,0	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
2024 giu.	6,2	13,6	13,9	4,3	54,7	51,4	59,3	49,5	53,5
lug.	6,8	14,7	12,3	2,0	53,0	53,6	60,0	49,9	52,9
ago.	6,3	12,8	12,5	1,6	50,6	53,4	57,8	51,1	53,7
set.	6,4	11,4	12,2	2,3	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
ott.	6,7	11,9	13,9	2,0	46,5	48,2	56,5	48,2	52,8
nov.	7,1	14,0	12,7	4,1	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3

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 ¹⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
	1	2	3	4	5	6	7
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	101,1	1,1	1,2	0,8	1,0	1,2	1,4
2022	105,8	4,7	3,9	7,2	5,0	4,0	2,9
2023	110,7	4,6	4,5	4,8	4,9	3,7	4,4
2023 4° trim.	118,4	3,7	3,6	4,0	4,2	2,7	4,5
2024 1° trim.	108,5	5,4	5,5	4,9	5,1	6,0	4,8
2° trim.	119,8	5,0	4,9	5,6	4,9	5,2	3,5
3° trim.	112,1	4,6	4,5	4,9	4,6	3,7	5,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Dati a carattere sperimentale basati su fonti non armonizzate (per maggiori dettagli cfr. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data_en.html).

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: 2020 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicu- rative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costo del lavoro per unità di prodotto												
2021	99,7	-0,3	1,6	-3,0	4,8	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,3	4,4	7,9	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,5	6,6	5,1	2,3
2023 4° trim.	111,9	6,4	3,9	8,5	4,5	7,2	3,1	8,5	3,0	4,7	5,5	3,9
2024 1° trim.	113,2	5,5	3,3	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
2° trim.	114,1	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,4	0,2	3,5	5,1	4,7
3° trim.	114,8	4,3	4,9	4,7	7,2	4,5	2,0	5,5	-0,1	3,5	4,4	4,0
Redditi per occupato												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,2	4,7	2,6	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,2
2023 4° trim.	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,1	5,1
2024 1° trim.	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	3,9	5,1	4,0	5,1	5,3	6,3
2° trim.	119,5	4,7	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	5,8	3,7	4,7	4,9	5,0
3° trim.	120,5	4,4	4,2	4,2	4,6	4,4	4,2	5,2	3,7	4,3	4,5	4,1
Produttività del lavoro per occupato												
2021	104,7	4,7	2,0	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	0,9	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,4	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,8	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,4	-0,2	-0,3	2,9
2023 4° trim.	104,6	-1,2	1,3	-2,9	0,0	-1,8	1,7	-2,5	1,1	0,7	-0,4	1,1
2024 1° trim.	104,6	-0,6	0,7	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
2° trim.	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,1	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
3° trim.	104,9	0,0	-0,7	-0,5	-2,5	0,0	2,1	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
Redditi per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,0	0,7	-1,5
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,7	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,6	6,3	4,5	4,5
2023 4° trim.	110,8	4,9	5,4	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,0	4,9	4,7	4,6
2024 1° trim.	112,2	5,2	5,8	5,3	4,1	4,6	4,2	5,9	4,4	5,0	5,8	6,5
2° trim.	113,1	4,9	3,5	4,9	4,2	5,1	3,7	6,1	4,2	4,4	5,2	4,2
3° trim.	114,2	4,7	3,8	4,8	4,3	4,8	4,1	5,3	2,9	4,5	5,2	3,7
Produttività per ora lavorata												
2021	100,2	0,2	1,0	2,9	-5,0	1,0	2,9	3,4	-3,9	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,2	0,0	0,4	-0,4	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,5	1,8	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,6	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 4° trim.	98,7	-1,2	1,4	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,9	0,4	-0,7	1,0
2024 1° trim.	98,9	-0,2	2,3	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	0,0	2,8	0,7	0,1	1,3
2° trim.	98,9	-0,3	-1,2	-2,1	-2,8	0,3	1,1	-0,2	4,2	1,0	0,0	-0,3
3° trim.	99,3	0,5	0,1	0,0	-2,3	0,5	2,2	-0,1	4,7	0,8	0,8	0,0

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 ¹⁾					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 giu.	3,75	3,63	3,72	3,71	3,65	5,33	0,08
lug.	3,66	3,62	3,68	3,64	3,53	5,34	0,08
ago.	3,66	3,60	3,55	3,42	3,17	5,33	0,23
set.	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23
ott.	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23
nov.	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23

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 ¹⁾					Area dell'euro ^{1), 2)}	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro ^{1), 2)}			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 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
lug.	3,29	2,92	2,58	2,19	2,33	-0,59	-0,72	-0,49	2,50	2,04	2,03	2,86
ago.	3,26	2,74	2,36	2,14	2,39	-0,35	-0,51	-0,46	2,21	1,85	2,27	2,87
set.	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
ott.	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
nov.	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59

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 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
lug.	506,3	4.913,9	978,1	296,9	159,0	125,6	235,8	943,7	1.138,0	374,7	295,7	780,5	5.538,0	40.102,9
ago.	494,1	4.788,5	958,1	283,8	159,7	122,8	229,2	922,6	1.055,6	380,0	303,8	819,4	5.478,2	36.873,3
set.	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4
ott.	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1.036,0	402,4	327,0	840,7	5.792,3	38.843,8
nov.	497,5	4.795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5.929,9	38.617,4

Fonte: LSEG.

4 Andamenti del mercato finanziario

4.4 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti alle famiglie (nuove operazioni) ^{1), 2)}

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni					
	A vista	Rimbor- sabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso		TAEG ³⁾		Periodo iniziale di determinazione del tasso				TAEG ³⁾	Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento
			fino a 2 anni	oltre i 2 anni			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 anno			tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e 5 anni	oltre 5 e 10 anni	oltre 10 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2023 nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,99	16,76	7,21	7,90	8,53	5,57	4,93	4,32	3,90	3,70	4,36	4,03
dic.	0,37	1,66	3,28	3,46	8,04	16,89	7,47	7,71	8,42	5,38	4,91	4,24	3,81	3,63	4,34	3,98
2024 gen.	0,39	1,69	3,20	3,15	8,14	16,91	7,93	8,02	8,72	5,37	4,88	4,08	3,67	3,52	4,16	3,88
feb.	0,38	1,70	3,18	3,07	8,19	16,86	7,61	7,93	8,62	5,30	4,85	4,02	3,64	3,49	4,13	3,85
mar.	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,96	8,03	7,79	8,54	5,15	4,82	4,00	3,57	3,44	4,05	3,81
apr.	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	17,00	8,04	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,43	4,05	3,81
mag.	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,97	3,62	3,42	4,05	3,81
giu.	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,42	7,71	8,45	5,15	4,82	3,96	3,64	3,39	4,03	3,78
lug.	0,38	1,74	3,01	2,77	8,16	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,76	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
ago.	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,05	4,70	3,88	3,62	3,37	4,00	3,73
set.	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,56	7,76	8,53	4,89	4,59	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
ott.	0,36	1,74	2,73	2,62	8,05	16,90	7,24	7,71	8,47	4,65	4,37	3,70	3,47	3,22	3,79	3,55

Fonte: BCE.

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

2) Include 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) ^{1), 2)}

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore compo- sito del costo del finanzia- mento	
	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	nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,78	5,94	5,79	5,53	5,32	4,54	5,12	5,18	4,39	5,25
	dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,56	5,75	5,68	5,45	5,12	4,51	5,26	5,10	4,37	5,24
2024	gen.	0,89	3,70	3,37	5,38	5,38	5,72	5,65	5,47	5,25	4,43	5,15	5,00	4,21	5,20
	feb.	0,89	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,10	4,83	4,00	5,16
	mar.	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20
	apr.	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,63	5,38	5,11	4,30	5,19	5,01	4,15	5,20
	mag.	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,18	5,12
	giu.	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,23	5,02	5,05	4,14	5,08
	lug.	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	5,00	4,13	5,06
	ago.	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,48	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
	set.	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,01	4,64	4,04	4,72	4,47	3,87	4,80
ott.	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,65	4,29	3,86	4,68	

Fonte: BCE.

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

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.6 Titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro per settore dell'emittente e scadenza all'emissione

(miliardi di euro; transazioni durante il mese e consistenze in essere a fine periodo; valori di mercato)

	Consistenze						Emissioni lorde ¹⁾							
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A breve termine														
2021	1.414,2	431,4	128,4	52,5	89,6	764,7	674,9	386,6	137,9	79,0	26,4	32,1	137,6	104,8
2022	1.383,1	478,8	142,7	52,0	94,6	667,0	621,7	480,5	182,7	115,9	48,3	48,1	133,9	97,1
2023	1.553,4	612,7	152,7	63,9	86,2	701,8	659,1	502,6	212,6	113,6	39,4	48,8	127,5	103,8
2024 mag.	1.512,6	559,6	166,1	56,8	93,0	693,9	639,8	451,8	172,7	104,8	39,5	41,4	132,9	101,9
giu.	1.529,2	566,0	162,2	56,5	89,2	711,8	658,2	426,6	162,2	94,0	40,0	39,7	130,7	94,2
lug.	1.544,1	564,0	174,5	57,5	94,6	711,1	651,1	495,3	183,0	120,5	45,3	48,8	142,9	114,7
ago.	1.552,2	560,4	174,1	54,0	94,5	723,2	659,5	445,5	190,1	102,0	40,8	30,5	123,0	101,3
set.	1.547,3	588,6	168,6	51,3	84,1	706,0	642,4	475,1	202,4	90,6	37,1	38,2	143,9	112,8
ott.	1.532,3	569,0	167,0	52,4	83,6	712,6	655,4	453,9	156,1	120,7	41,0	38,1	139,0	124,0
A lungo termine														
2021	19.863,2	4.124,5	3.357,1	1.377,6	1.617,9	10.763,7	9.942,7	316,6	68,5	83,4	34,0	23,2	141,5	128,0
2022	17.813,1	3.911,3	3.218,4	1.372,8	1.412,7	9.270,7	8.558,7	295,3	76,9	71,1	29,7	16,9	130,4	121,0
2023	19.457,7	4.450,3	3.382,2	1.380,5	1.524,2	10.101,0	9.361,3	325,6	94,1	72,2	28,2	21,2	138,2	129,7
2024 mag.	19.765,2	4.620,3	3.505,8	1.377,4	1.548,0	10.091,2	9.341,0	399,1	76,0	106,6	23,3	35,1	181,5	163,3
giu.	19.903,9	4.624,5	3.535,6	1.388,8	1.563,3	10.180,5	9.425,9	321,7	70,1	81,6	29,1	30,7	139,2	130,9
lug.	20.149,7	4.667,9	3.564,4	1.380,1	1.565,5	10.351,9	9.588,3	317,9	83,4	97,4	18,2	15,9	121,2	116,9
ago.	20.247,3	4.686,0	3.566,5	1.375,0	1.569,5	10.425,2	9.657,6	212,3	43,9	56,2	13,9	10,5	101,7	97,0
set.	20.557,9	4.739,6	3.627,6	1.384,5	1.595,5	10.595,1	9.819,3	372,1	85,1	97,8	25,6	38,9	150,4	143,2
ott.	20.461,2	4.745,5	3.623,8	1.366,9	1.594,2	10.497,7	9.723,4	339,6	78,4	83,8	15,0	23,5	153,9	143,8

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
Consistenze											
2021	21.277,4	4.556,0	3.485,6	1.430,1	1.707,5	11.528,4	10.617,5	10.357,1	600,3	1.484,6	8.271,2
2022	19.196,2	4.390,0	3.361,1	1.424,8	1.507,3	9.937,7	9.180,4	8.701,5	525,2	1.285,9	6.889,8
2023	21.011,1	5.063,1	3.534,9	1.444,4	1.610,4	10.802,8	10.020,4	9.672,7	619,7	1.411,8	7.640,7
2024 mag.	21.277,8	5.179,9	3.671,8	1.434,2	1.641,0	10.785,1	9.980,8	10.363,6	740,0	1.565,3	8.057,9
giu.	21.433,1	5.190,5	3.697,8	1.445,3	1.652,5	10.892,3	10.084,0	10.058,5	687,2	1.515,2	7.855,6
lug.	21.693,8	5.231,9	3.738,8	1.437,6	1.660,1	11.063,0	10.239,5	10.114,4	724,0	1.533,7	7.856,2
ago.	21.799,5	5.246,4	3.740,6	1.429,0	1.664,1	11.148,4	10.317,1	10.246,0	723,8	1.557,5	7.964,2
set.	22.105,2	5.328,2	3.796,2	1.435,8	1.679,6	11.301,2	10.461,6	10.410,1	746,5	1.560,7	8.102,4
ott.	21.993,4	5.314,5	3.790,8	1.419,3	1.677,8	11.210,3	10.378,8	10.097,2	751,1	1.548,1	7.797,5
Tasso di crescita ¹⁾											
2024 mar.	5,9	11,5	4,7	2,8	2,4	4,3	4,6	-1,4	-3,1	0,9	-1,6
apr.	5,7	10,3	4,4	1,1	3,0	4,4	4,6	-1,4	-3,1	0,5	-1,6
mag.	5,4	8,7	3,6	-2,0	2,9	4,8	4,8	-1,2	-3,2	0,4	-1,3
giu.	4,7	7,2	3,4	-2,6	3,4	4,2	4,2	-0,6	-3,3	-0,9	-0,3
lug.	4,3	5,5	4,0	-3,1	2,5	4,2	4,2	-0,3	-3,5	-0,6	0,0
ago.	4,5	5,1	4,3	-2,9	3,1	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,5	0,0
set.	4,6	5,9	4,5	-2,7	3,0	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,4	0,0
ott.	4,6	5,3	3,9	-4,1	3,1	4,6	4,6	0,3	-2,2	-0,3	0,0

Fonte: BCE.

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

4 Andamenti del mercato finanziario

4.8 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	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	69,6	87,2	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,5	64,4	82,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	89,0	66,5	85,9	121,8	94,7
2023 4° trim.	98,3	94,2	98,3	89,8	66,5	86,8	123,0	95,0
2024 1° trim.	98,4	94,4	98,4	89,7	67,5	86,8	123,7	95,2
2° trim.	98,7	94,6	98,5	89,8	67,1	86,9	124,1	95,2
3° trim.	99,0	95,0	98,7	-	-	-	125,1	95,6
2024 giu.	98,5	94,5	98,3	-	-	-	124,0	95,0
lug.	99,0	95,1	98,8	-	-	-	124,8	95,5
ago.	99,0	95,0	98,7	-	-	-	125,2	95,7
set.	98,8	94,8	98,6	-	-	-	125,2	95,5
ott.	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
nov.	97,5	93,6	97,4	-	-	-	123,5	94,1
Variazione percentuale sul mese precedente								
2024 nov.	-0,7	-0,8	-0,7	-	-	-	-0,7	-1,0
Variazione percentuale sull'anno precedente								
2024 nov.	-1,2	-1,1	-1,3	-	-	-	0,1	-1,3

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 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
3° trim.	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
2024 giu.	7,805	.	24,779	7,459	394,763	169,813	4,321	0,846	4,9767	11,285	0,962	1,076
lug.	7,875	.	25,299	7,461	392,836	171,171	4,282	0,843	4,9730	11,532	0,968	1,084
ago.	7,874	.	25,179	7,461	394,695	161,055	4,292	0,852	4,9766	11,456	0,945	1,101
set.	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
ott.	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
nov.	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
Variazione percentuale sul mese precedente												
2024 nov.	-0,9	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	0,3	-0,1	0,0	1,6	-0,3	-2,5
Variazione percentuale sull'anno precedente												
2024 nov.	-1,9	.	3,3	0,0	7,9	0,9	-1,6	-4,2	0,1	0,3	-2,9	-1,6

Fonte: BCE.

4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Totale ¹⁾			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2023 3° trim.	32.639,4	32.277,1	362,3	12.689,0	10.401,4	12.038,4	13.986,1	-41,8	6.840,2	7.889,6	1.113,6	16.574,5
4° trim.	32.481,5	32.087,7	393,8	12.196,3	9.946,6	12.472,2	14.559,1	-29,0	6.694,2	7.582,0	1.147,8	16.225,4
2024 1° trim.	33.769,5	33.180,7	588,8	12.451,0	10.032,5	13.140,5	15.297,8	-26,0	6.989,0	7.850,4	1.215,1	16.671,9
2° trim.	34.313,4	33.303,1	1.010,3	12.443,6	9.914,5	13.567,6	15.592,8	-23,1	7.057,7	7.795,8	1.267,6	16.595,7
Consistenze (in percentuale del PIL)												
2024 2° trim.	230,9	224,1	6,8	83,7	66,7	91,3	104,9	-0,2	47,5	52,5	8,5	111,7
Transazioni												
2023 4° trim.	-324,7	-441,1	116,4	-323,5	-300,6	46,2	90,7	21,9	-75,7	-231,2	6,4	-
2024 1° trim.	571,6	461,0	110,6	140,1	49,4	167,1	189,3	13,0	250,1	222,3	1,2	-
2° trim.	163,7	32,5	131,2	-51,3	-117,5	180,1	261,3	12,2	18,9	-111,2	3,7	-
3° trim.	444,4	281,3	163,2	45,4	22,4	157,3	144,9	-7,4	253,0	114,0	-3,9	-
2024 apr.	71,7	48,5	23,2	-3,2	-29,1	28,6	42,6	12,7	32,8	34,9	0,8	-
mag.	100,0	82,1	17,8	-31,6	-39,4	77,1	75,2	-1,5	54,3	46,4	1,6	-
giu.	-8,0	-98,1	90,2	-16,5	-49,0	74,4	143,5	1,0	-68,2	-192,6	1,3	-
lug.	122,2	61,2	61,0	20,8	-0,1	55,5	33,1	-3,2	52,2	28,1	-3,2	-
ago.	115,9	88,3	27,6	3,7	11,2	37,7	37,0	1,2	76,3	40,1	-3,0	-
set.	206,4	131,8	74,6	20,9	11,3	64,1	74,7	-5,4	124,5	45,8	2,4	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi												
2024 set.	855,0	333,6	521,4	-189,2	-346,3	550,7	686,0	39,8	446,3	-6,1	7,4	-
Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL												
2024 set.	5,7	2,2	3,5	-1,3	-2,3	3,7	4,6	0,3	3,0	0,0	0,0	-

Fonte: BCE.

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.1 Aggregati monetari ¹⁾

(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					
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e parteci- pazioni 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 rimbor- sabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2021	1.469,1	9.820,7	11.289,7	913,0	2.505,7	3.418,7	14.708,4	117,8	644,2	25,5	787,5	15.495,9
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,3	49,8	819,1	16.048,2
2023	1.535,6	8.809,5	10.345,1	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16.095,2
2023 4° trim.	1.535,6	8.809,5	10.345,1	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.099,6	184,9	739,7	71,0	995,5	16.095,2
2024 1° trim.	1.526,2	8.740,0	10.266,3	2.440,1	2.431,0	4.871,1	15.137,4	192,4	786,5	72,9	1.051,8	16.189,3
2° trim.	1.533,9	8.792,8	10.326,7	2.535,8	2.425,4	4.961,3	15.288,0	210,4	814,8	59,3	1.084,4	16.372,4
3° trim. ^(p)	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	857,4	47,3	1.142,1	16.541,8
2024 mag.	1.530,0	8.733,1	10.263,1	2.509,5	2.427,2	4.936,7	15.199,8	206,7	792,6	66,2	1.065,5	16.265,4
giu.	1.533,9	8.792,8	10.326,7	2.535,8	2.425,4	4.961,3	15.288,0	210,4	814,8	59,3	1.084,4	16.372,4
lug.	1.536,5	8.746,8	10.283,3	2.540,8	2.424,8	4.965,6	15.248,9	226,0	825,9	57,9	1.109,8	16.358,7
ago.	1.538,8	8.791,8	10.330,5	2.558,5	2.426,5	4.985,0	15.315,5	242,4	838,6	52,0	1.133,0	16.448,5
set.	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,7	237,3	857,4	47,3	1.142,1	16.541,8
ott. ^(p)	1.545,6	8.894,8	10.440,3	2.557,3	2.427,6	4.984,9	15.425,2	248,9	853,1	50,2	1.152,2	16.577,4
Transazioni												
2021	106,5	905,3	1.011,9	-123,6	66,0	-57,5	954,3	11,9	20,2	13,6	45,7	1.000,0
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5
2023	-4,7	-969,2	-973,9	920,7	-99,5	821,2	-152,7	40,3	93,8	23,6	157,7	5,1
2023 4° trim.	0,7	-144,5	-143,8	204,9	-6,5	198,5	54,7	31,5	26,5	-5,1	52,9	107,6
2024 1° trim.	-8,8	-75,0	-83,8	144,1	-28,9	115,2	31,4	9,9	46,7	7,1	63,7	95,1
2° trim.	7,7	52,0	59,7	71,4	-5,6	65,9	125,5	17,6	25,2	-13,3	29,5	155,0
3° trim. ^(p)	7,8	28,0	35,8	59,5	-0,5	58,9	94,7	28,2	38,7	-11,1	55,8	150,6
2024 mag.	-1,2	5,1	3,9	36,4	-1,5	34,9	38,8	2,5	-3,1	-4,6	-5,2	33,5
giu.	3,9	57,4	61,3	13,7	-1,8	12,0	73,2	3,3	20,8	-8,6	15,4	88,6
lug.	2,6	-44,0	-41,5	5,7	-0,7	4,9	-36,5	15,8	9,9	-1,9	23,8	-12,7
ago.	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,1	11,4	-5,8	22,7	66,0
set.	3,0	53,4	56,3	33,3	-1,7	31,6	87,9	-4,7	17,4	-3,3	9,4	97,3
ott. ^(p)	3,9	45,4	49,3	-36,9	2,7	-34,2	15,1	10,6	-5,3	3,5	8,8	23,9
Variazioni percentuali												
2021	7,8	10,2	9,8	-12,0	2,7	-1,7	6,9	11,8	3,2	165,7	6,2	6,9
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	457,9	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0
2023 4° trim.	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,6	19,3	0,0
2024 1° trim.	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,5	16,7	-0,3	68,7	18,1	-16,8	20,7	0,9
2° trim.	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2
3° trim. ^(p)	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2
2024 mag.	-0,5	-5,8	-5,0	41,3	-3,9	14,7	0,6	64,7	14,6	-21,7	17,6	1,6
giu.	-0,1	-4,1	-3,5	34,8	-3,5	12,8	1,2	62,6	16,9	-29,4	18,8	2,2
lug.	0,2	-3,6	-3,0	30,7	-3,3	11,5	1,2	65,4	18,3	-26,1	21,4	2,4
ago.	0,3	-2,5	-2,0	26,2	-2,2	10,5	1,7	79,0	19,0	-37,6	22,6	2,9
set.	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,5	19,2	-34,4	21,6	3,2
ott. ^(p)	0,7	0,1	0,2	16,9	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,5	-37,2	20,0	3,4

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 ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ²⁾	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche ⁴⁾
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimbor-sabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2021	3.228,3	2.802,0	290,9	128,2	7,3	8.087,9	5.381,4	372,4	2.333,3	0,7	1.264,5	225,6	550,9
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,2	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2023 4° trim.	3.334,2	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024 1° trim.	3.337,8	2.381,4	817,8	127,8	10,9	8.457,8	5.056,9	1.133,0	2.266,9	1,0	1.243,9	223,6	540,4
2° trim.	3.380,3	2.409,1	833,1	127,3	10,8	8.529,0	5.060,9	1.203,4	2.263,4	1,3	1.299,6	221,8	533,8
3° trim. ^(p)	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,9	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
2024 mag.	3.358,1	2.390,6	831,4	127,1	9,0	8.499,7	5.051,9	1.182,5	2.264,3	1,0	1.275,4	216,0	527,3
giu.	3.380,3	2.409,1	833,1	127,3	10,8	8.529,0	5.060,9	1.203,4	2.263,4	1,3	1.299,6	221,8	533,8
lug.	3.364,7	2.398,2	830,0	126,9	9,6	8.550,5	5.057,8	1.227,8	2.264,0	0,9	1.268,2	215,3	539,7
ago.	3.363,8	2.395,9	831,9	126,3	9,7	8.589,4	5.089,2	1.232,9	2.266,3	1,0	1.304,4	218,0	543,5
set.	3.364,8	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,9	5.091,3	1.260,4	2.266,2	1,0	1.330,8	230,1	550,8
ott. ^(p)	3.378,1	2.422,2	815,8	127,5	12,7	8.658,6	5.122,7	1.267,6	2.267,3	0,9	1.320,6	220,5	550,7
Transazioni													
2021	246,2	270,9	-21,2	-6,9	3,4	423,0	411,7	-65,1	76,5	-0,2	151,2	-10,0	49,3
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,5	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2023 4° trim.	20,4	-10,4	34,0	-0,3	-2,9	72,3	-88,3	165,2	-5,3	0,6	-9,6	17,7	-15,3
2024 1° trim.	2,4	-40,1	45,1	-3,0	0,3	33,4	-54,8	115,1	-26,5	-0,4	20,1	-3,9	-1,9
2° trim.	40,1	27,7	12,9	-0,4	-0,2	70,5	3,7	70,0	-3,4	0,2	34,9	-2,1	-7,9
3° trim. ^(p)	-9,4	-0,6	-7,3	-1,9	0,4	60,8	0,1	58,1	2,9	-0,3	37,9	9,3	16,5
2024 mag.	10,5	6,6	5,9	0,0	-2,0	14,8	-8,6	23,9	-0,5	0,0	15,5	4,9	-3,2
giu.	17,7	17,5	-1,7	0,2	1,7	28,3	8,5	20,5	-0,9	0,3	14,6	5,6	6,3
lug.	-14,2	-9,9	-2,6	-0,6	-1,1	21,9	-2,9	24,6	0,6	-0,3	-30,5	-6,4	5,9
ago.	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
set.	1,8	9,2	-8,0	-0,7	1,3	30,8	3,0	27,9	-0,1	0,0	28,2	12,6	6,8
ott. ^(p)	9,3	14,9	-9,1	1,9	1,6	36,4	28,8	6,6	1,0	0,0	-13,2	-10,1	-0,6
Variazioni percentuali													
2021	8,3	10,7	-6,8	-5,0	99,3	5,5	8,3	-14,9	3,4	-18,2	13,5	-4,3	9,9
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2023 4° trim.	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024 1° trim.	0,1	-8,3	36,4	-3,2	38,9	0,9	-7,1	101,7	-4,6	11,9	1,3	-2,0	-6,0
2° trim.	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
3° trim. ^(p)	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
2024 mag.	1,8	-5,3	31,6	-3,1	-11,2	1,6	-5,7	81,4	-3,9	10,9	2,9	-5,4	-6,8
giu.	1,7	-3,4	21,3	-2,8	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
lug.	1,7	-2,7	18,0	-3,0	2,4	2,2	-4,1	62,4	-3,2	10,5	5,6	-3,0	-4,8
ago.	1,8	-2,0	15,5	-3,8	10,4	2,3	-3,4	51,9	-2,1	16,3	10,3	-1,3	-3,0
set.	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	48,0	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
ott. ^(p)	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,2	-1,2	39,1	-0,9	25,2	8,0	3,6	0,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.3 Credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	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 ³⁾	A famiglie ⁴⁾	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione ³⁾	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
												Totale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
2021	6.523,3	991,9	5.529,7	14.804,4	12.338,2	12.720,1	4.862,0	6.372,3	943,6	160,2	1.578,1	888,1
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.493,3	13.034,1	13.253,2	5.123,2	6.648,1	1.124,8	138,0	1.560,8	898,4
2023 4° trim.	6.305,3	990,6	5.289,3	15.493,3	13.034,1	13.253,2	5.123,2	6.648,1	1.124,8	138,0	1.560,8	898,4
2024 1° trim.	6.220,9	977,6	5.217,8	15.545,4	13.045,5	13.276,9	5.115,5	6.642,2	1.150,6	137,2	1.569,9	930,1
2° trim.	6.195,5	978,6	5.191,1	15.572,5	13.101,2	13.339,7	5.127,6	6.644,8	1.197,9	130,9	1.554,2	917,1
3° trim.	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6
2024 mag.	6.181,8	974,2	5.181,9	15.538,0	13.070,7	13.305,8	5.117,2	6.641,9	1.180,9	130,6	1.546,3	921,0
giu.	6.195,5	978,6	5.191,1	15.572,5	13.101,2	13.339,7	5.127,6	6.644,8	1.197,9	130,9	1.554,2	917,1
lug.	6.222,2	973,9	5.222,6	15.597,0	13.125,3	13.357,4	5.124,8	6.645,6	1.222,7	132,2	1.547,0	924,7
ago.	6.234,1	976,8	5.231,7	15.614,8	13.133,2	13.366,9	5.128,0	6.655,4	1.216,5	133,3	1.556,4	925,2
set.	6.255,1	975,4	5.253,9	15.633,8	13.143,5	13.377,8	5.138,7	6.661,4	1.210,6	132,8	1.561,7	928,6
ott.	6.245,7	986,6	5.233,4	15.660,4	13.165,4	13.415,3	5.143,5	6.661,0	1.225,2	135,7	1.565,7	929,2
Transazioni												
2021	660,6	-1,9	672,1	562,9	475,4	508,5	176,4	261,6	47,4	-9,9	77,8	9,6
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-160,8	-17,4	-143,7	55,6	24,6	72,4	-5,7	7,7	30,8	-8,2	-15,1	46,1
2023 4° trim.	-3,8	3,7	-7,9	32,8	38,0	62,4	6,0	15,9	16,0	0,2	-20,5	15,3
2024 1° trim.	-61,1	-11,6	-49,6	59,2	28,6	42,1	-2,1	-2,4	33,9	-0,8	9,0	21,6
2° trim.	-4,7	1,5	-6,4	19,8	38,9	49,1	14,2	4,9	26,3	-6,5	-14,7	-4,4
3° trim.	-4,2	-3,2	-1,0	68,6	59,6	53,5	10,2	20,0	27,3	2,1	4,1	4,9
2024 mag.	-23,3	0,0	-23,4	-2,8	5,8	7,2	7,1	0,1	4,3	-5,6	-10,2	1,6
giu.	8,4	4,2	4,1	26,8	19,8	25,1	10,3	4,1	5,3	0,1	7,6	-0,6
lug.	-8,6	-4,5	-4,0	23,5	29,1	23,0	-0,1	1,5	26,2	1,4	-9,8	4,2
ago.	9,3	2,8	6,5	23,5	15,1	15,8	7,2	10,7	-3,9	1,2	9,6	-1,3
set.	-5,0	-1,6	-3,5	21,6	15,4	14,7	3,0	7,8	5,0	-0,4	4,3	1,9
ott.	7,9	9,6	-1,7	26,8	20,7	38,9	5,5	0,1	12,2	2,8	3,5	2,6
Variazioni percentuali												
2021	11,2	-0,2	13,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2023 4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,4
2024 1° trim.	-2,5	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,4	-1,3	0,5	7,1
2° trim.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
3° trim.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
2024 mag.	-1,4	-1,4	-1,4	0,6	0,6	0,8	-0,1	0,3	7,0	-7,7	-2,4	5,2
giu.	-1,4	-0,5	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,2	0,3	8,5	-8,5	-1,7	4,6
lug.	-1,1	-0,9	-1,1	0,9	1,0	1,3	0,2	0,4	9,4	-2,5	-2,2	4,3
ago.	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,5	0,4	0,5	10,2	1,5	-1,5	4,0
set.	-1,2	-1,0	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,6	9,3	-3,7	-1,4	4,3
ott.	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,6	0,6	0,5	8,6	0,3	-0,5	3,8

Fonte: BCE.

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

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

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

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

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.4 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro ¹⁾

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

	Società non finanziarie ²⁾					Famiglie ³⁾				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	Totale	Prestiti corretti ⁴⁾				Totale	Prestiti corretti ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2021	4.862,0	4.992,8	882,4	1.004,6	2.975,1	6.372,3	6.637,6	696,1	4.970,4	705,9
2022	5.126,5	5.127,5	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.139,6	907,3	1.090,3	3.125,6	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2023 4° trim.	5.123,2	5.139,6	907,3	1.090,3	3.125,6	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024 1° trim.	5.115,5	5.132,8	890,3	1.088,1	3.137,1	6.642,2	6.873,7	738,9	5.221,4	682,0
2° trim.	5.127,6	5.145,7	899,9	1.087,7	3.140,1	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
3° trim.	5.138,7	5.159,3	912,4	1.088,8	3.137,4	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
2024 mag.	5.117,2	5.131,8	889,0	1.086,7	3.141,6	6.641,9	6.878,6	739,5	5.223,1	679,3
giu.	5.127,6	5.145,7	899,9	1.087,7	3.140,1	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
lug.	5.124,8	5.141,0	898,6	1.086,8	3.139,5	6.645,6	6.883,9	739,4	5.230,7	675,5
ago.	5.128,0	5.135,5	898,0	1.086,3	3.143,6	6.655,4	6.890,7	741,5	5.239,5	674,3
set.	5.138,7	5.159,3	912,4	1.088,8	3.137,4	6.661,4	6.899,2	742,4	5.245,1	674,0
ott.	5.143,5	5.159,0	919,5	1.089,2	3.134,8	6.661,0	6.907,5	743,0	5.240,6	677,4
Transazioni										
2021	176,4	207,7	-0,3	2,2	174,5	261,6	267,5	10,5	254,8	-3,8
2022	269,0	308,7	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,3	-43,9	10,3	27,9	7,7	26,8	18,9	10,1	-21,3
2023 4° trim.	6,0	27,5	3,3	4,0	-1,3	15,9	4,8	4,0	15,7	-3,8
2024 1° trim.	-2,1	0,5	-14,9	-1,1	13,9	-2,4	9,7	8,4	-6,1	-4,7
2° trim.	14,2	16,6	13,5	-1,2	2,0	4,9	10,5	0,4	5,9	-1,4
3° trim.	10,2	12,0	6,2	3,5	0,5	20,0	20,9	7,2	17,9	-5,1
2024 mag.	7,1	3,9	8,8	-0,2	-1,6	0,1	3,8	1,0	-0,1	-0,8
giu.	10,3	15,2	10,1	1,0	-0,9	4,1	3,7	-1,0	3,9	1,3
lug.	-0,1	-2,0	-0,3	-0,5	0,8	1,5	4,1	2,8	3,0	-4,3
ago.	7,2	-1,7	1,3	0,5	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
set.	3,0	15,7	5,2	3,5	-5,7	7,8	9,3	1,9	5,9	0,0
ott.	5,5	3,1	5,9	0,4	-0,8	0,1	8,9	2,8	-3,2	0,5
Variazioni percentuali										
2021	3,8	4,3	0,0	0,2	6,2	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,5
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 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	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,0
2° trim.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
3° trim.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
2024 mag.	-0,1	0,3	-2,5	-0,8	0,9	0,3	0,3	2,9	0,4	-2,8
giu.	0,2	0,7	-1,0	-0,1	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
lug.	0,2	0,6	-0,8	-0,3	0,6	0,4	0,5	2,8	0,5	-2,7
ago.	0,4	0,8	0,0	0,1	0,7	0,5	0,6	2,9	0,6	-2,5
set.	0,6	1,1	0,9	0,5	0,5	0,6	0,7	2,8	0,6	-2,2
ott.	0,6	1,2	1,6	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,8

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) Include le istituzioni non lucrative al servizio delle famiglie.

4) 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.

5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

5.5 Contropartite di M3 diverse dal credito a residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali ²⁾	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali ³⁾	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2021	736,6	6.888,2	1.839,9	37,0	1.999,1	3.012,3	1.376,0	416,9	128,5	136,8
2022	639,4	6.732,9	1.783,0	45,7	2.110,7	2.793,4	1.332,5	346,2	137,2	147,2
2023	447,4	7.326,8	1.827,5	90,2	2.416,7	2.992,4	1.858,3	212,6	155,0	152,6
2023 4° trim.	447,4	7.326,8	1.827,5	90,2	2.416,7	2.992,4	1.858,3	212,6	155,0	152,6
2024 1° trim.	395,4	7.457,1	1.828,2	103,9	2.492,2	3.032,8	2.049,8	225,6	178,0	174,2
2° trim.	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.530,1	3.057,9	2.242,6	298,4	182,6	176,5
3° trim. ^(p)	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.488,9	246,2	184,9	188,5
2024 mag.	441,5	7.490,2	1.823,9	108,5	2.518,8	3.039,0	2.219,9	257,3	159,1	165,0
giu.	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.530,1	3.057,9	2.242,6	298,4	182,6	176,5
lug.	404,8	7.578,3	1.821,5	111,6	2.528,5	3.116,8	2.341,3	181,3	166,9	154,9
ago.	419,2	7.608,9	1.822,6	112,7	2.537,4	3.136,3	2.396,4	231,3	193,2	170,7
set.	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.488,9	246,2	184,9	188,5
ott. ^(p)	445,3	7.750,8	1.831,7	115,7	2.561,0	3.242,3	2.598,8	268,6	169,6	172,2
Transazioni										
2021	21,2	-37,9	-74,8	-5,0	-39,8	81,7	-112,6	-127,5	-8,3	-4,3
2022	-93,4	39,5	-88,8	-4,6	0,4	132,5	-69,0	-218,7	10,4	18,0
2023	-198,2	338,4	25,2	40,0	231,0	42,2	459,3	-208,8	19,7	9,0
2023 4° trim.	-7,3	62,2	-11,1	16,4	63,4	-6,5	166,5	-32,9	1,2	-10,7
2024 1° trim.	-51,7	112,3	3,4	13,6	89,3	5,9	138,7	18,8	25,6	21,5
2° trim.	15,7	43,3	-0,1	6,0	32,7	4,7	149,6	49,3	4,6	2,3
3° trim. ^(p)	-7,7	68,4	7,5	4,4	40,7	15,9	173,6	-26,7	2,4	12,0
2024 mag.	2,3	11,8	-2,0	1,8	6,6	5,4	58,0	15,7	-4,5	-12,4
giu.	-31,1	18,5	3,5	1,4	4,9	8,8	4,7	36,2	23,5	11,4
lug.	-5,7	8,8	-6,0	1,6	6,1	7,1	66,0	-90,5	-15,7	-21,6
ago.	14,4	26,7	2,4	1,1	20,7	2,5	46,3	28,0	26,4	15,8
set.	-16,4	32,9	11,1	1,6	13,9	6,3	61,3	35,9	-8,3	17,8
ott. ^(p)	42,9	8,7	-3,1	1,4	5,1	5,3	43,9	-3,1	-15,3	-16,3
Variazioni percentuali										
2021	3,0	-0,5	-3,9	-12,0	-2,0	2,8	-	-	-6,0	-3,0
2022	-12,7	0,6	-4,8	-13,0	-0,1	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 4° trim.	-30,8	5,0	1,4	80,3	10,8	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 1° trim.	-31,8	5,1	1,4	89,7	12,0	0,7	-	-	20,3	7,1
2° trim.	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
3° trim. ^(p)	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
2024 mag.	-10,7	4,5	0,6	84,9	11,2	0,2	-	-	-6,1	-8,6
giu.	-16,1	4,5	0,7	78,5	10,1	0,9	-	-	11,1	4,3
lug.	-12,7	4,1	0,2	72,2	9,3	0,9	-	-	11,3	1,0
ago.	-4,6	4,0	0,2	63,4	9,5	0,7	-	-	19,5	7,6
set.	-11,2	3,9	0,0	54,7	9,6	0,6	-	-	22,1	15,4
ott. ^(p)	0,7	3,7	0,1	47,0	8,7	0,8	-	-	5,6	13,7

Fonte: BCE.

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

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

3) Dati non destagionalizzati.

6 Andamenti della finanza pubblica

6.1 Disavanzo/avanzo

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Per memoria:
	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	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 3° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,0
4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 1° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,7
2° trim.	-3,4	.	.	.	.	-1,6

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	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2023 3° trim.	45,9	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,6	44,3	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
4° trim.	45,9	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3
2024 1° trim.	45,9	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3
2° trim.	46,1	45,3	13,3	12,3	14,6	0,8	49,5	44,3	9,9	5,9	1,8	22,6	5,2

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

6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

	Totale	Strumento finanziario			Detentore			Scadenza all'emissione		Vita residua			Valuta	
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Creditori residenti		Creditori non residenti	Fino a 1 anno	Oltre 1 anno	Fino a 1 anno	Superiore a 1 anno e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
					Totale	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 3° trim.	88,4	2,5	12,1	73,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4° trim.	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 1° trim.	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

6.4 Variazione annuale del rapporto debito pubblico/PIL e fattori sottostanti ¹⁾

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

	Variazione del rapporto debito/PIL ²⁾	Disavanzo (+)/ avanzo (-) primario	Raccordo disavanzo/debito								Differenziale crescita del PIL-onere medio del debito	Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie					Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli di debito	Azioni e quote di fondi di investimento				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2023 3° trim.	-2,5	2,0	-0,3	-0,6	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,6	-0,4	-4,2	2,8
4° trim.	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6
2024 1° trim.	-1,5	1,7	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-2,7	2,6
2° trim.	-0,7	1,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,0	-2,1	2,8

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

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

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

6.5 Titoli del debito pubblico ¹⁾

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno ²⁾					Vita residua media in anni ³⁾	Rendimento nominale medio ⁴⁾						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		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	13,8	12,6	4,1	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 4° trim.	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 1° trim.	12,8	11,4	3,8	1,4	0,3	8,3	2,1	1,3	2,3	2,0	1,6	3,7	2,5
2° trim.	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
3° trim.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9
2024 mag.	12,7	11,3	3,2	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,4	3,7	2,6
giu.	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,7
lug.	12,9	11,5	3,7	1,4	0,4	8,3	2,1	1,4	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8
ago.	13,1	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,7	2,8
set.	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,7	3,7	2,9
ott.	13,1	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,2	2,1	1,7	3,6	2,9

Fonte: BCE.

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

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

3) Vita residua a fine periodo.

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

6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

	Belgio	Germania	Estonia	Irlanda	Grecia	Spagna	Francia	Croazia	Italia	Cipro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 3° trim.	-4,1	-3,1	-2,1	1,4	-1,4	-4,3	-5,4	-0,4	-7,1	2,3
4° trim.	-4,3	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 1° trim.	-4,1	-2,6	-3,0	1,5	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
2° trim.	-4,4	-2,5	-3,6	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
Debito pubblico										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 3° trim.	107,7	63,8	18,7	43,0	170,7	107,4	111,4	63,3	135,5	75,1
4° trim.	105,2	62,9	20,2	43,3	167,5	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2024 1° trim.	108,4	62,6	24,1	42,5	165,4	106,3	110,6	62,0	135,2	72,6
2° trim.	108,0	61,9	23,8	42,8	163,6	105,3	112,2	60,1	137,0	70,5
	Lettonia	Lituania	Lussemburgo	Malta	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Slovenia	Slovacchia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Disavanzo (-)/avanzo (+) pubblico										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 3° trim.	-3,5	-1,0	-0,6	-3,4	-0,5	-3,2	0,4	-2,9	-3,6	-2,2
4° trim.	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 1° trim.	-1,9	-0,6	0,0	-3,8	-0,3	-2,9	0,9	-2,1	-5,1	-3,4
2° trim.	-1,8	-0,9	0,1	-3,4	0,1	-3,4	1,3	-2,0	-5,5	-4,0
Debito pubblico										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 3° trim.	44,2	36,7	25,7	46,9	44,4	78,2	106,3	71,0	58,3	74,7
4° trim.	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	77,7	97,9	68,4	56,1	77,1
2024 1° trim.	46,3	39,1	27,1	47,2	43,9	79,8	99,4	70,1	60,6	78,1
2° trim.	46,4	37,4	26,8	46,7	43,2	81,6	100,6	69,6	60,4	80,0

Fonte: Eurostat.

© **Banca centrale europea, 2025**

Indirizzo 60640 Frankfurt am Main, Germany
Telefono +49 69 1344 0
Sito Internet www.ecb.europa.eu

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate all'11 dicembre 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-24-008-IT-N (online)