



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

# Bollettino economico

Numero 3 / 2024



# Indice

<b>Andamenti economici, finanziari e monetari</b>	<b>3</b>
Sintesi	3
1    Contesto esterno	8
2    Attività economica	13
3    Prezzi e costi	20
4    Andamenti del mercato finanziario	26
5    Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi	30
<b>Riquadri</b>	<b>39</b>
1    Andamenti recenti dell'inflazione e pressioni salariali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti	39
2    Perché nel 2023 è rallentata l'intensità delle importazioni del PIL?	47
3    Quanto grava l'onere abitativo sulle famiglie? Evidenze dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori	52
4    Investimenti nell'edilizia residenziale e costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro	60
5    Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie	68
6    La scomposizione dell'inflazione misurata sull'HICPX in voci sensibili ai beni energetici e ai salari	73
7    Il ruolo dei fattori tecnici nei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro	79
8    Il nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE: potenziali implicazioni macroeconomiche per l'area dell'euro	84
<b>Articoli</b>	<b>90</b>
1    Fiducia nella BCE: evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori	90
<b>Riquadro 1</b> Partecipanti agli estremi della scala di fiducia	100
<b>Riquadro 2</b> Comovimento della fiducia in diverse istituzioni	105

2	La dinamica dell'inflazione e la trasmissione della politica monetaria alla luce delle nuove evidenze emerse dall'analisi dei microdati sui prezzi	108
<b>Riquadro 1</b>	Variazioni dell'andamento di aggiustamento dei prezzi in un contesto di inflazione più elevata: evidenze recenti emerse dai microdati sui prezzi al consumo nell'area dell'euro	115
<b>Riquadro 2</b>	Indicazioni sui recenti andamenti della fissazione dei prezzi: evidenze tratte dai microdati giornalieri sui prezzi dei supermercati online	119
<b>Riquadro 3</b>	Fissazione dei prezzi durante e dopo il periodo di inflazione elevata: evidenze da un'indagine condotta presso imprese di grandi dimensioni	123
<b>Statistiche</b>		<b>S1</b>

# Andamenti economici, finanziari e monetari

## Sintesi

Nella riunione dell'11 aprile 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Le nuove informazioni hanno sostanzialmente confermato la precedente valutazione circa le prospettive di inflazione a medio termine. L'inflazione ha continuato a diminuire, trainata dall'andamento più contenuto dei prezzi degli alimentari e dei beni. La maggior parte delle misure dell'inflazione di fondo è in calo, la dinamica salariale è in fase di graduale moderazione e le imprese stanno assorbendo parte dell'incremento del costo del lavoro nei loro profitti. Le condizioni di finanziamento rimangono restrittive e i rialzi dei tassi di interesse stabiliti in precedenza continuano a gravare sulla domanda, contribuendo a ridurre l'inflazione. Tuttavia, le pressioni interne sui prezzi sono forti e mantengono elevata l'inflazione dei servizi.

Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Esso ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che forniscono un contributo sostanziale al processo di disinflazione in atto. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE restino sufficientemente restrittivi finché necessario. Se una valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria dovesse rafforzare ulteriormente la fiducia del Consiglio direttivo in una stabile convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo, sarebbe allora opportuno ridurre l'attuale livello di restrizione della politica monetaria. In ogni caso, per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono definite di volta in volta a ogni riunione, senza vincolarsi preventivamente a un particolare percorso di fissazione dei tassi.

## Attività economica

L'economia è rimasta debole nel primo trimestre del 2024. Se, da un lato, la spesa per servizi evidenzia una buona tenuta, dall'altro, le imprese manifatturiere subiscono la debolezza della domanda e la produzione rimane contenuta, specie nei settori a elevata intensità energetica. Le indagini congiunturali indicano una ripresa graduale nel corso di quest'anno, trainata dai servizi. Tale ripresa sarebbe sostenuta dall'incremento dei redditi reali conseguente al calo dell'inflazione, all'aumento dei salari e al miglioramento delle ragioni di scambio. Nei prossimi trimestri, inoltre, la crescita delle esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe rafforzarsi con la ripresa dell'economia mondiale e l'ulteriore orientamento della spesa verso i beni

commerciabili. Infine, la politica monetaria dovrebbe esercitare un minore effetto frenante sulla domanda nel corso del tempo.

Il tasso di disoccupazione è al livello più basso dall'introduzione dell'euro. Allo stesso tempo, prosegue il graduale allentamento delle condizioni tese osservate sul mercato del lavoro, in un contesto in cui diminuiscono le offerte di posti vacanti pubblicate.

I governi dovrebbero continuare a revocare le misure di sostegno connesse all'energia, di modo che la disinflazione possa proseguire in maniera duratura. La piena e tempestiva attuazione del nuovo quadro di governance economica dell'UE aiuterà i governi a ridurre stabilmente il disavanzo di bilancio e il rapporto debito/PIL. Le politiche di bilancio e strutturali adottate a livello nazionale dovrebbero essere finalizzate a rendere l'economia più produttiva e competitiva; ciò contribuirebbe a ridurre le spinte sui prezzi nel medio periodo. A livello europeo, una rapida ed efficace attuazione del programma Next Generation EU e un rafforzamento del mercato unico concorrerebbero a promuovere l'innovazione e ad accrescere gli investimenti nelle transizioni ecologica e digitale. Maggiore determinazione e concretezza nel completamento dell'unione bancaria e dell'unione dei mercati dei capitali contribuirebbero a mobilitare gli ingenti investimenti privati necessari a raggiungere questo obiettivo, come sottolineato dal Consiglio direttivo nella dichiarazione<sup>1</sup> del 7 marzo 2024.

## Inflazione

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione sui dodici mesi ha continuato a diminuire, passando dal 2,6 per cento di febbraio al 2,4 di marzo. A marzo l'inflazione dei beni alimentari è scesa al 2,7 per cento, dal 3,9 di febbraio, mentre quella della componente energetica si è collocata al -1,8 per cento, rispetto al -3,7 di febbraio. Nello stesso mese l'inflazione dei beni si è nuovamente ridotta, raggiungendo l'1,1 per cento, dall'1,6 di febbraio; quella dei servizi si è mantenuta invece elevata, al 4,0 per cento.

Gran parte delle misure dell'inflazione di fondo è scesa ulteriormente a febbraio, confermando il quadro di graduale diminuzione delle pressioni sui prezzi. Benché l'inflazione interna si confermi elevata, la crescita dei salari e dei profitti per unità di prodotto è stata meno marcata di quanto anticipato nell'ultimo trimestre del 2023; è rimasto tuttavia alto il costo del lavoro per unità di prodotto, di riflesso, in parte, al debole incremento della produttività. Gli indicatori più recenti segnalano un'ulteriore moderazione della dinamica salariale.

Nei prossimi mesi ci si attende che l'inflazione oscilli intorno ai livelli attuali, per poi diminuire fino a raggiungere l'obiettivo del 2 per cento il prossimo anno, per effetto della più debole crescita del costo del lavoro, del dispiegarsi degli effetti della politica monetaria restrittiva perseguita dal Consiglio direttivo e del venir meno dell'impatto

---

<sup>1</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union](#) del 7 marzo 2024.

della crisi energetica e della pandemia. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine restano sostanzialmente stabili, collocandosi perlopiù intorno al 2 per cento.

## Valutazione dei rischi

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

Tra i rischi al rialzo per l'inflazione figurano le accresciute tensioni geopolitiche, soprattutto in Medio Oriente, che potrebbero determinare un rialzo dei costi di energia e di trasporto nel breve periodo, causando interruzioni nel commercio mondiale. Inoltre, l'inflazione potrebbe collocarsi su livelli più elevati del previsto se le retribuzioni aumentassero più di quanto atteso o i margini di profitto evidenziassero una tenuta superiore. Al contrario, l'inflazione potrebbe sorprendere al ribasso se la politica monetaria frenasse la domanda più di quanto atteso o nel caso di un deterioramento inaspettato del contesto economico nel resto del mondo.

## Condizioni finanziarie e monetarie

I tassi di interesse di mercato si sono mantenuti sostanzialmente stabili dalla riunione di politica monetaria del Consiglio direttivo del 7 marzo 2024 e nel complesso le condizioni di finanziamento rimangono restrittive. A febbraio il tasso di interesse medio sui prestiti alle imprese si è lievemente ridotto, scendendo al 5,1 per cento dal 5,2 di gennaio, mentre i tassi sui mutui ipotecari si sono collocati al 3,8 per cento, in calo dal 3,9 di gennaio.

I tassi di indebitamento ancora elevati e l'associata riduzione dei piani di investimento hanno determinato un'ulteriore flessione della domanda di prestiti da parte delle imprese nel primo trimestre del 2024, come rilevato dall'indagine di aprile sul credito bancario nell'area dell'euro. I criteri di concessione dei prestiti si sono mantenuti rigidi, evidenziando un ulteriore lieve inasprimento nel caso dei finanziamenti alle imprese e un moderato allentamento per i mutui ipotecari.

In tale contesto la dinamica del credito resta debole. A febbraio i prestiti bancari alle imprese sono aumentati a un ritmo leggermente più sostenuto, pari allo 0,4 per cento sui dodici mesi, rispetto allo 0,2 di gennaio, e il tasso di variazione dei prestiti

alle famiglie si è mantenuto invariato allo 0,3 per cento sui dodici mesi. L'aggregato monetario ampio, misurato da M3, è cresciuto a un ritmo contenuto, pari allo 0,4 per cento a febbraio.

## Decisioni di politica monetaria

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

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

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

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

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

## Conclusioni

Nella riunione dell'11 aprile 2024 il Consiglio direttivo ha deciso di mantenere invariati i tre tassi di interesse di riferimento della BCE. Il Consiglio direttivo è determinato ad assicurare il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2 per cento nel medio termine. Esso ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che forniscono un contributo sostanziale al processo di disinflazione in atto. Le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE restino sufficientemente restrittivi finché necessario. Se una valutazione aggiornata circa le prospettive di inflazione, la dinamica dell'inflazione di fondo e l'intensità della trasmissione della politica monetaria dovesse rafforzare ulteriormente la fiducia del Consiglio direttivo in una stabile convergenza dell'inflazione verso l'obiettivo, sarebbe allora opportuno ridurre l'attuale livello di restrizione della politica monetaria. In ogni caso, per determinare livello e durata adeguati della restrizione, il Consiglio direttivo continuerà a seguire un approccio guidato dai dati, in base al quale le decisioni vengono definite di volta

in volta a ogni riunione, senza vincolarsi preventivamente a un particolare percorso di fissazione dei tassi.

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



## Contesto esterno

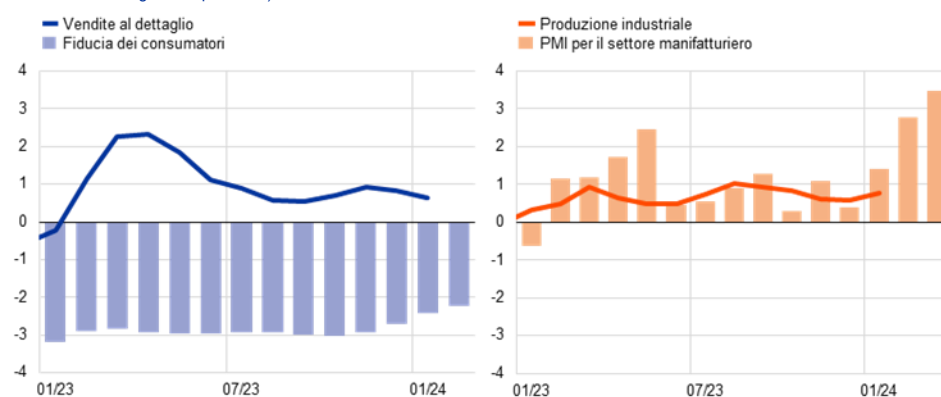
*L'attività economica globale dovrebbe lievemente migliorare nel primo trimestre del 2024. Il commercio mondiale segnerebbe una graduale ripresa dai deboli livelli osservati nel quarto trimestre dello scorso anno. Sebbene le interruzioni nel trasporto marittimo nel Mar Rosso persistano, i noli marittimi hanno iniziato a diminuire e le catene di approvvigionamento mondiali continuano a mostrare capacità di tenuta. Le spinte inflazionistiche restano elevate, ma le tensioni sui mercati del lavoro nelle economie avanzate continuano ad attenuarsi.*

**Nel primo trimestre del 2024 l'attività mondiale dovrebbe registrare una ripresa, pur rimanendo contenuta.** Gli indicatori continuano a segnalare un miglioramento della dinamica della crescita mondiale all'inizio dell'anno, con il segnale più forte proveniente dagli indicatori basati sulle indagini. A marzo l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI) relativo al prodotto (esclusa l'area dell'euro) si è mantenuto stabilmente sul valore di 52,6, sospinto dalla solida attività manifatturiera, anch'essa pari a 52,6. Altri dati, tuttavia, delineano un quadro più sfumato. Nonostante la ripresa del clima di fiducia dei consumatori, a gennaio le vendite al dettaglio a livello mondiale hanno segnato un lieve indebolimento in termini trimestrali rispetto ai tre mesi precedenti, mentre si è osservata una certa ripresa della dinamica della produzione industriale mondiale (cfr. il grafico 1). Nel complesso, sia il modello di stima corrente della crescita mondiale sia l'indicatore della BCE suggeriscono una modesta ripresa dell'attività all'inizio dell'anno.

### Grafico 1

#### Indicatori dell'attività mondiale

(vendite al dettaglio e produzione industriale: variazioni percentuali trimestrali rispetto ai tre mesi precedenti; fiducia e dati PMI: differenza dalla soglia di espansione)



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

Note: media ponderata di 32 economie (AU, BR, BG, CA, CL, CN, CO, CZ, DK, HK, IN, ID, JP, HU, MX, MY, NZ, NO, PL, RO, RU, SG, ZA, KR, SE, CH, TW, TH, TR, UK, US, VN) pari all'82 per cento del PIL mondiale, esclusa l'area dell'euro. Gli indici dei paesi sono ponderati per le parità dei poteri di acquisto. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024 (vendite al dettaglio e produzione industriale), febbraio 2024 (fiducia dei consumatori) e marzo 2024 (PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero).

**Anche il commercio mondiale dovrebbe segnare una ripresa, dopo la debolezza osservata nel quarto trimestre dello scorso anno.** A marzo il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero e in quello dei servizi indica che la crescita dell'interscambio di beni e servizi dovrebbe segnare

una graduale ripresa nel breve periodo. L'interscambio sarebbe sostenuto anche dalla maggiore dinamica della produzione industriale mondiale. Inoltre, il venir meno di fattori che successivamente alla pandemia hanno penalizzato l'interscambio nel 2023, quali il riequilibrio della spesa dai beni verso i servizi e il ridimensionamento delle scorte per correggere l'accumulazione eccessiva, dovrebbe favorire la graduale ripresa del commercio mondiale nel corso del 2024. Ciononostante, le interruzioni nei flussi commerciali nel Mar Rosso continuano a rappresentare un rischio significativo. I volumi di transito in tale area restano inferiori di circa il 60 per cento rispetto ai valori normali in quanto le compagnie di navigazione continuano a evitare questa rotta. Tuttavia, i prezzi del trasporto marittimo, che erano aumentati bruscamente dopo gli attacchi degli Houthi, stanno diminuendo, mentre i livelli di congestione nei porti mondiali sono in calo dalla metà di gennaio, collocandosi a marzo al di sotto della media precedente la pandemia. La capacità inutilizzata nel settore dei trasporti, la debole domanda di beni e le elevate scorte dei produttori hanno contribuito ad attutire l'impatto dei tempi di trasporto più lunghi, ma l'inasprimento del conflitto in Medio Oriente continua a rappresentare un rischio significativo per il commercio e l'inflazione.

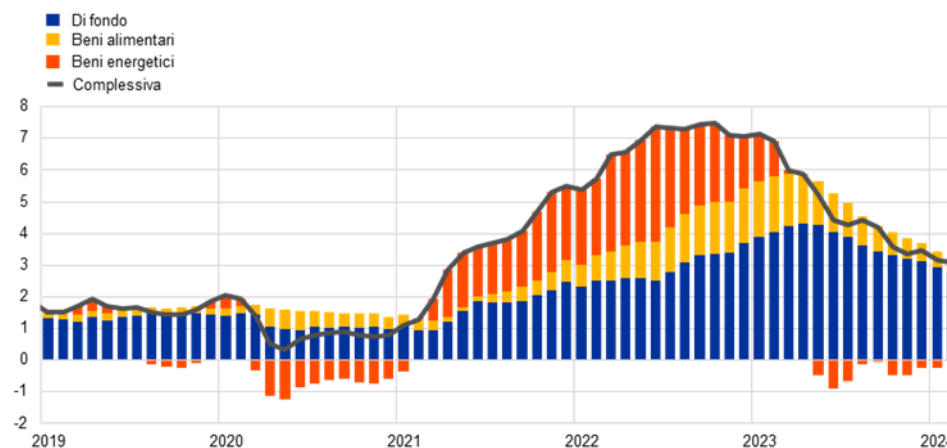
**A febbraio l'inflazione complessiva nelle economie dell'OCSE si è mantenuta stabile, mentre l'inflazione di fondo ha continuato a diminuire, seppure in misura modesta.**

A febbraio l'inflazione complessiva sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) nei paesi dell'OCSE (esclusa la Turchia) è scesa lievemente al 3,1 per cento, dal 3,2 del mese precedente (cfr. il grafico 2). Al netto della componente alimentare ed energetica, l'inflazione di fondo nei paesi dell'OCSE ha continuato a diminuire collocandosi al 3,6 per cento a febbraio, in calo di 0,2 punti percentuali rispetto al dato di gennaio, in un contesto caratterizzato dall'allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro nelle economie avanzate. Gli indicatori anticipatori relativi alle retribuzioni, basati sugli annunci di lavoro online, suggeriscono che la crescita dei salari nominali ha già superato il suo massimo nelle economie avanzate e che si attenerà ulteriormente. Anche il calo del rapporto fra posti di lavoro vacanti e disoccupazione nelle principali economie avanzate indica un allentamento delle pressioni sul mercato del lavoro. Inoltre, mentre alla fine del 2023 la crescita dei salari reali è entrata in territorio positivo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, le evidenze a livello di imprese mostrano che i margini di profitto delle stesse sono ancora superiori ai livelli precedenti la pandemia, suggerendo che vi sia un certo margine per assorbire l'aumento dei costi del lavoro senza trasmetterli ai consumatori aumentando i prezzi. Di conseguenza, nelle economie avanzate i prezzi al consumo a livello mondiale dovrebbero continuare a diminuire gradualmente nel corso dei prossimi mesi, sebbene l'inflazione potrebbe risultare persistente nel brevissimo periodo.

## Grafico 2

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

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

### Dalla riunione di marzo del Consiglio direttivo i corsi petroliferi sono aumentati del 5 per cento, per effetto dell'incertezza geopolitica in Medio Oriente.

I corsi petroliferi restano sensibili agli sviluppi della situazione in Medio Oriente, in quanto un'escalation più ampia del conflitto potrebbe incidere in misura significativa sull'offerta mondiale di greggio. Nel contempo, l'OPEC+ ha esteso i tagli alla produzione anche al secondo trimestre del 2024 e l'Agenzia internazionale per l'energia ha rivisto le proprie previsioni per il 2024 da una situazione di eccedenza di offerta di greggio rispetto alla domanda a una di disavanzo. L'aumento dei corsi petroliferi è stato frenato dalla debole domanda proveniente dall'Europa e dalla Cina. I prezzi del gas in Europa sono aumentati del 7 per cento, ma sono rimasti inferiori a 30 euro/MWh, in un contesto nel quale la UE entra nella stagione di ricostituzione delle scorte partendo da un livello di stoccaggio storicamente elevato, pari al 60 per cento della capacità. Il recente aumento dei prezzi del gas è riconducibile alle interruzioni delle forniture provenienti dalla Norvegia e dagli Stati Uniti, mentre gli attacchi Houthi alle navi nel Mar Rosso hanno influenzato le esportazioni di gas naturale liquefatto dal Qatar. Tuttavia, la domanda di gas in Europa è rimasta a livelli storicamente bassi per effetto della debole attività industriale in settori ad alta intensità di gas, di condizioni meteorologiche favorevoli e di cambiamenti del comportamento di famiglie e imprese a seguito della crisi del gas. Dalla riunione del Consiglio direttivo di marzo sono aumentati anche i prezzi delle materie prime non energetiche. A livello internazionale i prezzi delle materie prime alimentari sono stati trainati soprattutto dal rialzo, senza precedenti, dei prezzi del cacao, determinato da gravi carenze dal lato dell'offerta nell'Africa occidentale, mentre i prezzi dei cereali sono aumentati in misura più contenuta, in parte per effetto dell'incertezza geopolitica per quanto riguarda l'offerta proveniente da Russia e Ucraina. Nel contempo, i prezzi dei metalli sono aumentati a causa delle interruzioni dell'offerta sui mercati del rame e dell'alluminio.

**Negli Stati Uniti gli andamenti dell'attività economica e dei prezzi continuano a suggerire un rallentamento graduale.** Gli indicatori ad alta frequenza segnalano un'attività vigorosa ma in calo nel primo trimestre. La spesa per consumi continua a sostenere l'attività economica, ma ci si attende che gli effetti ritardati della politica monetaria restrittiva del Federal Reserve System gravino sull'attività economica futura. Inoltre, il mercato del lavoro statunitense mostra crescenti segnali di raffreddamento, con una moderazione della dinamica salariale e un calo del numero di persone che hanno lasciato il posto di lavoro volontariamente. A marzo, tuttavia, l'inflazione al consumo complessiva sui dodici mesi è aumentata di 0,3 punti percentuali, collocandosi al 3,5 per cento, a seguito dell'aumento dei prezzi dei beni energetici, mentre l'inflazione di fondo è rimasta stabile al 3,8 per cento. In particolare, l'inflazione dei servizi dovrebbe diminuire solo gradualmente, determinando potenzialmente una lenta tendenza al ribasso dell'inflazione nei prossimi mesi. Nella riunione di marzo il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere i tassi di riferimento tra il 5,25 e il 5,5 per cento. I membri del FOMC hanno sensibilmente rivisto al rialzo le proprie previsioni di crescita del PIL nel quarto trimestre 2024 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, dall'1,4 al 2,1 per cento, principalmente alla luce di dati migliori rispetto a quanto previsto. Le revisioni delle prospettive di inflazione per l'anno in corso sono state molto più contenute, segnando un rialzo di appena 0,2 punti percentuali.

**La ripresa dell'economia cinese rimane non uniforme, in quanto il rallentamento del settore immobiliare continua a penalizzare la crescita.**

A gennaio e a febbraio la crescita dell'attività industriale in Cina, pari al 7 per cento sui dodici mesi, ha superato le aspettative, sostenuta dalla ripresa del "ciclo tecnologico" mondiale che ha determinato un'espansione a due cifre nella produzione di apparecchiature informatiche ed elettroniche, sospingendo anche la crescita delle esportazioni cinesi a partire da dicembre. Tuttavia, l'attività nel mercato immobiliare continua a diminuire, spingendo il clima di fiducia dei consumatori su livelli storicamente bassi. La crescita delle vendite al dettaglio è scesa al 5,5 per cento nei primi due mesi dell'anno dall'8,3 del quarto trimestre del 2023. Di conseguenza, l'obiettivo di crescita del PIL del 5 per cento fissato dal governo per l'anno in corso è considerato ambizioso in assenza di ulteriori misure di stimolo fiscale. Sebbene l'inflazione complessiva sia passata in territorio positivo a febbraio, collocandosi sullo 0,7 per cento sui dodici mesi, le pressioni inflazionistiche rimangono contenute e la dinamica dei prezzi alla produzione è rimasta negativa a febbraio.

**In Giappone l'inflazione e la crescita salariale si stanno consolidando, inducendo la Banca del Giappone a porre fine alla politica dei tassi di interesse negativi.**

All'inizio dell'anno i dati ad alta frequenza suggerivano una possibile ripresa della spesa per consumi e del clima di fiducia dei consumatori, riflettendo in parte l'aumento delle retribuzioni. Per contro, l'attività manifatturiera rimane debole. A febbraio l'inflazione complessiva è salita al 2,8 per cento, dal 2,2 del mese precedente, riflettendo in larga misura gli effetti base connessi ai sussidi legati all'energia dello scorso anno. Tuttavia, i primi risultati delle trattative salariali di primavera hanno evidenziato un aumento complessivo dei salari del 5,3 per cento, il più alto degli ultimi 33 anni, che sosterrà ulteriormente la crescita

salariale nel 2024. Il 19 marzo la Banca del Giappone ha deciso di porre fine formalmente alla politica dei tassi di interesse negativi e di interrompere altre misure di allentamento monetario. La Banca del Giappone ha aumentato il tasso sui prestiti interbancari overnight non garantiti da collaterale in una misura compresa tra lo 0 e lo 0,1 per cento, segnando il primo aumento dei tassi effettuato dalla banca centrale giapponese in 17 anni. La decisione riflette l'opinione della Banca del Giappone secondo cui, dopo un periodo prolungato di inflazione inferiore all'obiettivo, vi sono crescenti segnali di un ciclo virtuoso di aumenti dei salari e dei prezzi, che accresce la fiducia nella capacità della Banca del Giappone di raggiungere l'obiettivo di stabilità dei prezzi del 2 per cento nell'orizzonte di proiezione.

**Gli indicatori segnalano un recupero nel breve periodo del ritmo di crescita nel Regno Unito.** Dopo la sostanziale stagnazione del PIL nel 2023, le indagini segnalano ora un miglioramento moderato ma costante delle prospettive dell'attività. La ripresa del PIL è iniziata a gennaio (+0,2 per cento rispetto al mese precedente) ed è stata sostenuta dai servizi e dal settore delle costruzioni, mentre la produzione manifatturiera ha continuato a contrarsi. A febbraio nel Regno Unito l'inflazione complessiva misurata sull'IPC è scesa al 3,4 per cento, dal 4,0 di gennaio, principalmente a causa del calo dell'inflazione dei beni alimentari. Anche l'inflazione di fondo è scesa al 4,5 per cento a febbraio, dal 5,1 osservato a gennaio, per effetto del calo delle componenti relative sia ai beni sia ai servizi. Quest'ultima rimane tuttavia elevata e generalizzata, in quanto più di un terzo delle voci relative ai servizi continua a crescere a un ritmo superiore all'8 per cento. La Bank of England si attende che l'inflazione dei servizi scenda dall'attuale 7 a circa il 5 per cento nel corso del 2024. Inoltre, le condizioni nel mercato del lavoro hanno continuato ad allentarsi, pur rimanendo relativamente tese in termini storici. Sebbene le condizioni più favorevoli nel mercato del lavoro e il calo delle aspettative di inflazione nel breve periodo segnalino un costante allentamento delle pressioni salariali, i dati delle indagini indicano che le aspettative delle imprese per quanto riguarda la crescita salariale rimangono elevate e al di sopra di quelle della Bank of England.

## 2 Attività economica

*Nel corso del 2023 l'attività economica dell'area dell'euro ha essenzialmente ristagnato, a fronte di condizioni di finanziamento restrittive, della debolezza del clima di fiducia e delle perdite di competitività subite in passato. Nel contempo, durante l'anno è proseguita la creazione di posti di lavoro. Il ritmo di espansione del PIL in termini reali dovrebbe rimanere modesto nel primo trimestre del 2024, a causa del perdurare di uno scostamento tra il settore manifatturiero, in difficoltà, e quello dei servizi, che mostra invece maggiore capacità di tenuta. Emergono, tuttavia, timidi segnali di una ripresa graduale della crescita nel prosieguo dell'anno. Tale ripresa dovrebbe essere sostenuta dall'incremento dei redditi reali, risultante dal calo dell'inflazione, dall'aumento dei salari e dal miglioramento delle ragioni di scambio. Inoltre, la domanda di esportazioni dell'area dell'euro dovrebbe crescere nei prossimi trimestri e, col tempo, l'effetto dei passati aumenti dei tassi di interesse dovrebbe gradualmente attenuarsi.*

**Nel quarto trimestre del 2023 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è rimasta invariata, evidenziando il quinto trimestre consecutivo di sostanziale stagnazione dell'attività economica<sup>2</sup>.** Tale risultato ha portato la crescita del PIL nel 2023 a un modesto 0,4 per cento (non corretto per i giorni lavorativi), in calo rispetto al 3,4 del 2022. La domanda interna ha fornito un apporto positivo alla crescita nel quarto trimestre dello scorso anno, mentre l'interscambio commerciale netto ha contribuito negativamente e la variazione delle scorte ha avuto un lieve effetto frenante (cfr. il grafico 3). Sui risultati e la composizione della crescita dell'area dell'euro ha inciso la marcata diminuzione del PIL irlandese, che nel quarto trimestre del 2023 era pari al -3,4 per cento, legata agli andamenti dei settori dominati dalle multinazionali. Se si esclude l'Irlanda, la crescita del PIL dell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2023 era pari allo 0,1 per cento. Inoltre, le maggiori economie dell'area hanno fatto registrare tassi di crescita molto diversi tra loro: il PIL è aumentato in Spagna (0,6 per cento), nei Paesi Bassi (0,3), in Italia (0,2) e in Francia (0,1), diminuendo, invece, in Germania (-0,3).

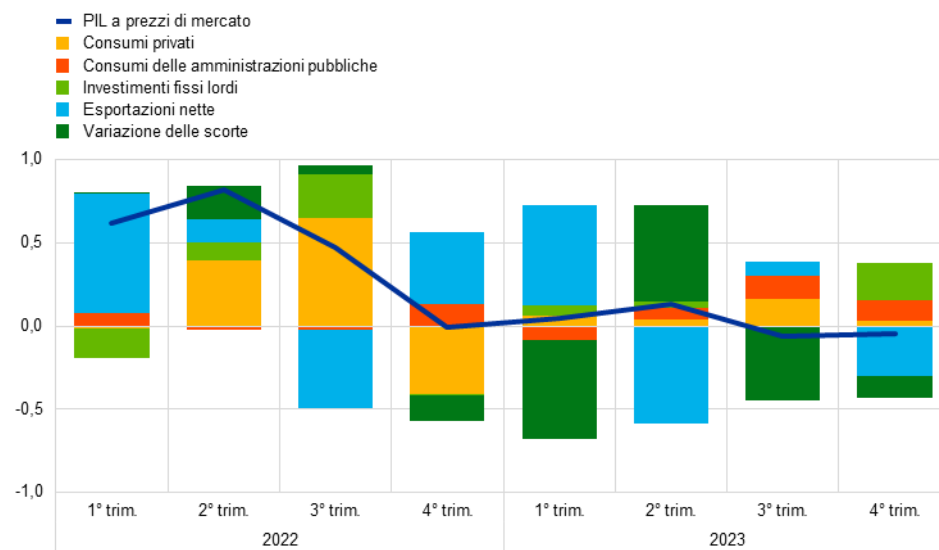
---

<sup>2</sup> In base alla stima aggiornata dell'Eurostat, pubblicata il 19 aprile, il PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuito dello 0,1 per cento nel quarto trimestre del 2023. Tale stima non era disponibile entro l'ultima data utile per questo numero del Bollettino.

### Grafico 3

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

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



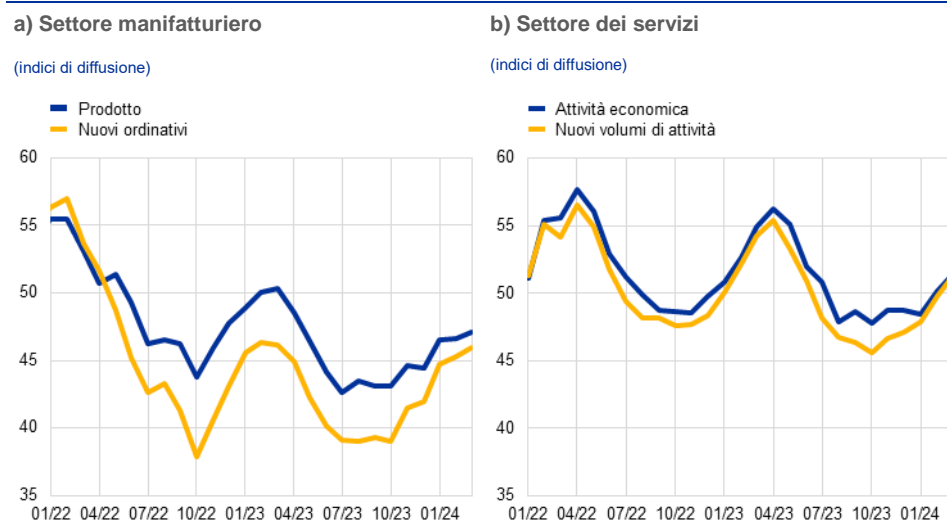
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

**Gli indicatori disponibili suggeriscono che la crescita è rimasta debole nel primo trimestre del 2024; tuttavia, le indagini indicano una graduale ripresa nel corso dell'anno, trainata dai servizi.** Nel corso del primo trimestre del 2024 si sono succeduti miglioramenti mensili sul periodo precedente dell'indice composito dei responsabili degli acquisti (Purchasing Managers' Index, PMI), che a marzo ha raggiunto 50,3, superando appena la soglia di crescita pari a 50. Ciò suggerisce la probabilità che l'economia dell'area dell'euro abbia ristagnato ancora nel primo trimestre, pur in presenza di timidi segnali di ripresa. Il miglioramento dell'indice PMI registrato a marzo è da ricondurre principalmente alla forte crescita dell'attività nel comparto dei servizi (cfr. il grafico 4). Nello stesso mese il PMI relativo al prodotto nel settore manifatturiero ha mostrato una dinamica positiva, pur rimanendo in territorio di crescita negativa; ciò suggerisce che tale comparto nel primo trimestre abbia continuato ad agire da freno sulla crescita del prodotto dell'area dell'euro. Le principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie indicano un inizio d'anno sotto tono, in particolare per il settore manifatturiero, con alcune industrie che hanno risentito negativamente di scioperi e ritardi nelle spedizioni. Ciononostante, le società hanno anche riferito che il recente ciclo di decumulo delle scorte sta terminando e che si sta osservando un modesto aumento della domanda di manufatti (cfr. il riquadro 5). Tali segnali di un prossimo lieve miglioramento della dinamica di crescita sono avvalorati dall'aumento, a marzo, dell'indice del clima economico (Economic Sentiment Indicator, ESI) della Commissione europea, dopo due mesi di diminuzione. Questo miglioramento del clima di fiducia ha interessato i vari settori in modo generalizzato. Inoltre, l'indicatore PMI delle aspettative per l'attività futura (su un orizzonte di 12 mesi) è ulteriormente aumentato a marzo, raggiungendo la media osservata prima della pandemia: ciò suggerisce che i responsabili degli acquisti continuano a prevedere una ripresa economica costante nell'anno in corso.

## Grafico 4

### Indicatori PMI in diversi settori dell'economia



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

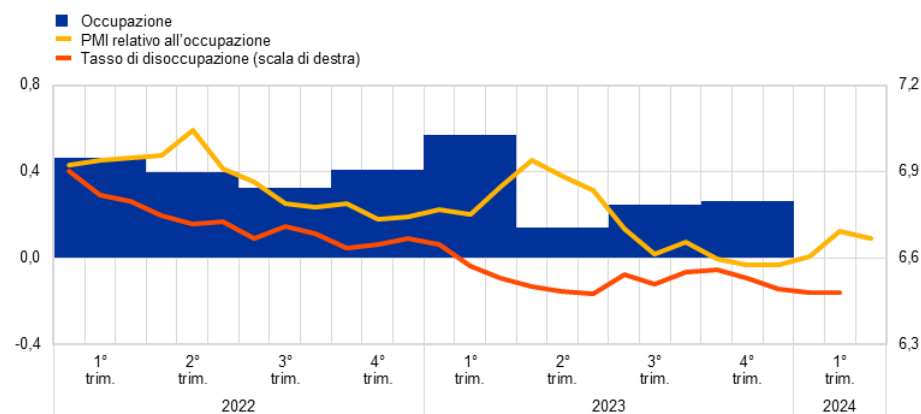
**Il tasso di disoccupazione è al livello minimo dall'introduzione dell'euro; nel contempo le condizioni tese sul mercato del lavoro continuano gradualmente ad allentarsi, con i datori di lavoro che pubblicano meno offerte di posti vacanti.** Nel quarto trimestre del 2023 l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento, sulla scia degli aumenti dei tassi di partecipazione alle forze di lavoro e della crescita demografica. Nello stesso periodo le ore di lavoro medie degli occupati sono lievemente diminuite, dello 0,1 per cento, dopo la flessione dello 0,3 registrata nel terzo trimestre. Le ore di lavoro non sono dunque aumentate di pari passo con l'occupazione. A fronte di una continua crescita delle forze di lavoro, il tasso di disoccupazione si è confermato al livello più basso dall'avvio dell'euro, collocandosi al 6,5 per cento a febbraio 2024, invariato rispetto a gennaio (cfr. il grafico 5). Indicatori recenti di breve periodo, tra cui il PMI relativo all'occupazione per l'economia dell'area dell'euro, segnalano una protratta moderazione della crescita di creazione di posti di lavoro nel primo trimestre del 2024. A marzo il PMI relativo all'occupazione era pari a 50,9, lievemente superiore al valore neutro di 50. Con riferimento ai diversi settori, tale stima suggerisce che l'occupazione è diminuita nel settore manifatturiero, ma ha continuato a crescere moderatamente in quello dei servizi. L'indicatore composito del PMI relativo all'occupazione è lievemente migliorato nel primo trimestre del 2024 rispetto al quarto trimestre del 2023, ma nel complesso ha seguito una tendenza al ribasso da aprile 2023.



## Grafico 5

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

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



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

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

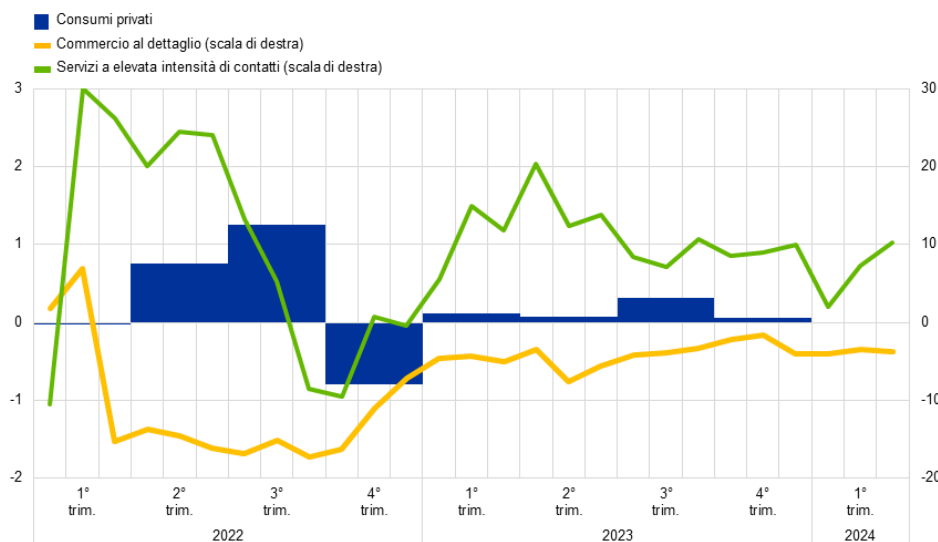
### **I consumi privati sono cresciuti in misura marginale alla fine del 2023 ed è probabile che nel primo trimestre del 2024 si siano mantenuti deboli, in ragione di un consumo di beni ancora contenuto.**

La debole crescita dei consumi privati registrata nel quarto trimestre del 2023 (0,1 per cento sul periodo precedente) ha celato un aumento marginale del consumo di servizi, a fronte di un'ulteriore contrazione di quello di beni. I dati più recenti continuano a segnalare una generale debolezza della spesa per beni nel primo trimestre del 2024. Persiste la debolezza dei volumi delle vendite al dettaglio e di autovetture: in media a gennaio e febbraio entrambe le voci sono rimaste al di sotto dei livelli del quarto trimestre del 2023. L'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea ha segnato un ulteriore miglioramento a marzo, pur rimanendo lievemente al di sotto della sua media di lungo periodo. Gli indicatori della Commissione relativi all'attività attesa nel commercio al dettaglio e alle aspettative di acquisti rilevanti da parte dei consumatori sono rimasti ancora modesti a marzo. Per contro, la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti è ulteriormente migliorata, confermandosi ancora in territorio di crescita positiva (cfr. il grafico 6). L'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) relativa a febbraio continua a segnalare la tenuta della domanda attesa di prenotazioni per le vacanze e un graduale aumento della propensione alla spesa per beni durevoli. Il mercato del lavoro ha finora continuato a mostrare capacità di tenuta, con un aumento dei redditi disponibili reali registrato nel quarto trimestre del 2023, in un contesto caratterizzato dall'inflazione in calo e da una robusta crescita dei salari nominali. Gli ulteriori miglioramenti del potere d'acquisto dovrebbero rappresentare un fattore positivo destinato a rafforzarsi nel corso del 2024 e a sostenere la ripresa della spesa per consumi.

## Grafico 6

### Consumi privati, aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio e domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; saldi percentuali netti)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

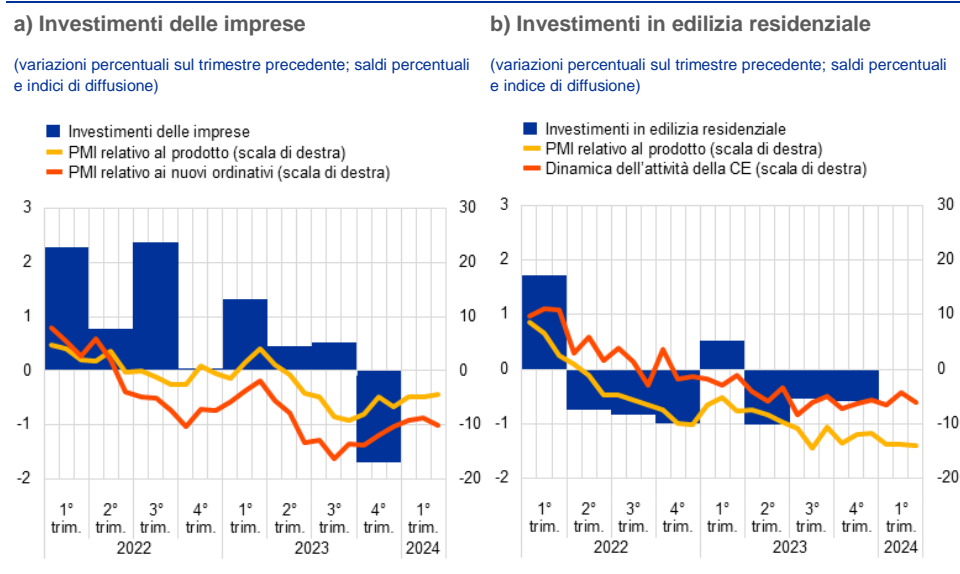
Note: le aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio e la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti per i prossimi tre mesi si riferiscono ai saldi percentuali netti; la voce "Servizi a elevata intensità di contatti" indica i servizi di alloggio, viaggio e ristorazione. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per i consumi privati e a marzo 2024 per le aspettative delle imprese per il commercio al dettaglio e la domanda attesa di servizi a elevata intensità di contatti.

### Gli investimenti delle imprese hanno subito una brusca contrazione nel quarto trimestre del 2023 e si presume siano rimasti deboli all'inizio del 2024.

Nel quarto trimestre del 2023 gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, modificati per escludere i beni immateriali irlandesi, sono diminuiti dell'1,7 per cento sul trimestre precedente (cfr. il pannello a) del grafico 7). Il calo sottostante rispecchia una brusca contrazione degli investimenti in macchinari e attrezzature (principalmente in Germania) e una flessione più generalizzata di quelli in mezzi di trasporto. Si ritiene che la debolezza degli investimenti si sia confermata anche nel primo trimestre del 2024: a gennaio la produzione industriale nel settore dei beni di investimento (al netto dell'Irlanda) ha subito un deciso calo (del 2,6 per cento rispetto al quarto trimestre del 2023). La fiducia tra i produttori di beni di investimento è diminuita nel corso del primo trimestre; secondo i dati del PMI tale flessione è stata causata dalla permanenza in territorio marcatamente negativo di prodotto, ordini inevasi e nuovi, nonché dalle restrittive condizioni di finanziamento. Sia l'[edizione di aprile 2024 dell'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE](#) sia l'[indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento della BCE](#) indicano il perdurare, nel primo trimestre, della debolezza degli investimenti fissi. I contatti della BCE con le società non finanziarie suggeriscono che gli investimenti rimarranno probabilmente contenuti nella prima metà del 2024, ma dovrebbero aumentare nel prosieguo dell'anno nella misura in cui la domanda si rafforzerà come previsto (cfr. il riquadro 5). È inoltre probabile che i ritardi nell'erogazione dei fondi del programma Next Generation EU contribuiscano ad attirare ulteriori investimenti delle imprese legati alle prossime transizioni verde e digitale.

## Grafico 7

### Dinamiche degli investimenti immobiliari e dati delle indagini



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

Note: le linee indicano gli andamenti mensili, mentre gli istogrammi mostrano i dati trimestrali. I PMI sono espressi in termini di deviazione da 50. Nel pannello a) gli investimenti delle imprese sono misurati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, esclusi i beni immateriali irlandesi. Le linee si riferiscono alle risposte del settore dei beni di investimento. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per gli investimenti delle imprese e a marzo 2024 per i PMI. Nel pannello b) la linea dell'indicatore della Commissione europea relativo alla dinamica dell'attività si riferisce alla valutazione espressa dal settore delle costruzioni circa l'andamento dell'attività rispetto ai tre mesi precedenti. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023 per gli investimenti in edilizia residenziale e a marzo 2024 per l'indagine della Commissione europea e i PMI.

#### **Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno subito un'ulteriore flessione nel quarto trimestre del 2023 ed è probabile che la contrazione sia proseguita anche nel primo trimestre del 2024.** Gli investimenti in edilizia

residenziale sono diminuiti dello 0,6 per cento nel quarto trimestre del 2023 e del 2,3 nell'intero anno. Più di recente la produzione edilizia è calata dell'1,5 per cento a gennaio 2024, rispetto al livello medio del quarto trimestre del 2023. Inoltre, le misure dell'attività desunte dalle indagini, quale l'indicatore della Commissione europea relativo all'andamento dell'attività edilizia negli ultimi tre mesi e il PMI per il prodotto nel settore dell'edilizia residenziale, sono rimaste in territorio di contrazione fino a marzo (cfr. il pannello b) del grafico 7). Nell'indagine della Commissione europea presso le imprese e i consumatori sui fattori che limitano l'attività nel settore delle costruzioni, l'insufficienza della domanda è stata citata dalle imprese più frequentemente nel primo trimestre del 2024 rispetto al quarto trimestre del 2023. Si è trattato di nuovo del fattore più citato, seguito dalla carenza di manodopera. Nel quarto trimestre dello scorso anno le concessioni edilizie sono lievemente aumentate, dopo sei trimestri di diminuzione. Nel complesso, tale tendenza indica che nel prossimo futuro la dinamica degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale probabilmente rimarrà debole, in coerenza con il contenuto indebitamento delle famiglie per prestiti per l'acquisto di abitazioni. Queste deboli prospettive per gli investimenti nell'edilizia residenziale sono connesse al considerevole aumento del costo di vivere in un alloggio di proprietà, registrato dall'inizio del recente ciclo di inasprimento della politica monetaria, che probabilmente graverà ulteriormente sulla domanda di abitazioni (cfr. il riquadro 4). L'aumento dell'onere rappresentato dai costi abitativi emerge anche dai dati

dell'indagine CES, da cui appare evidente che nel primo trimestre del 2024 un numero maggiore di famiglie rispetto al 2023 prevedeva di incorrere in ritardi di pagamento per l'affitto, il mutuo o le utenze (cfr. il riquadro 3).

**Le esportazioni dell'area dell'euro stanno mostrando timidi segnali di ripresa.**

A gennaio 2024 i volumi di esportazioni di beni al di fuori dell'area dell'euro sono cresciuti dello 0,6 per cento su base trimestrale, sostenuti dalla ripresa della domanda a livello mondiale. La graduale attenuazione di alcune criticità relative alla competitività dei prezzi, in un contesto caratterizzato dal calo dei costi energetici e dal venir meno degli effetti dell'apprezzamento dell'euro lo scorso anno, ha fornito un ulteriore sostegno alla crescita delle esportazioni. Per quanto riguarda il breve periodo, gli indicatori prospettici, per le esportazioni sia di beni sia di servizi, suggeriscono che la ripresa nelle esportazioni potrebbe continuare, ma potrebbe essere contenuta. I volumi di importazioni di beni non provenienti dall'area dell'euro hanno subito una nuova contrazione, dell'1,9 per cento, su base trimestrale. Ciò riflette il perdurante ristagno dell'attività e un decumulo delle scorte nell'area dell'euro.

**In sintesi, nonostante un debole inizio d'anno, nel corso del 2024 è comunque atteso un miglioramento dell'attività economica nell'area dell'euro.**

La crescita del PIL dovrebbe rafforzarsi gradualmente, alla luce del calo dell'inflazione e della robusta crescita salariale, che dovrebbero essere alla base di ulteriori aumenti dei redditi disponibili in termini reali e, quindi, dei consumi privati. Inoltre, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero aumentare di pari passo con le migliori condizioni di crescita a livello mondiale. In conclusione, la politica monetaria, col tempo, dovrebbe esercitare un effetto frenante meno incisivo sulla domanda.

## 3 Prezzi e costi

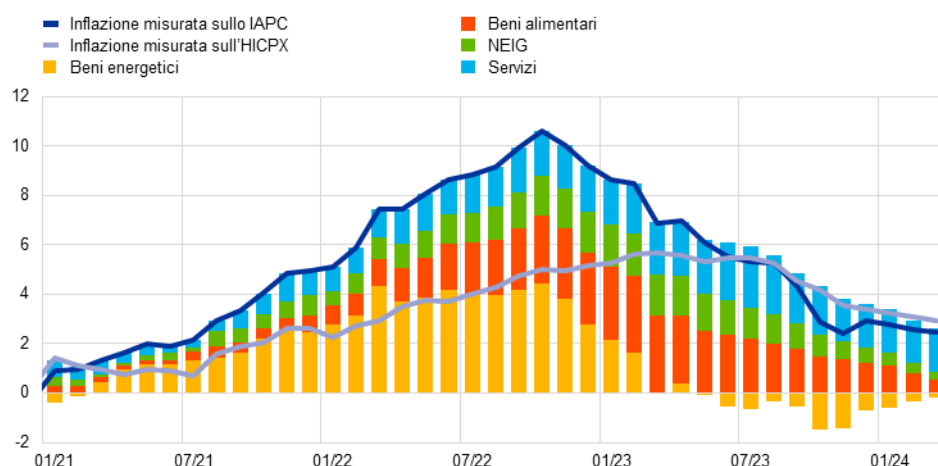
L'inflazione complessiva nell'area dell'euro è scesa al 2,4 per cento a marzo 2024, dal 2,6 di febbraio. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari è scesa, dal 3,1 per cento di febbraio al 2,9 di marzo, per effetto del calo dell'inflazione dei beni, celando tuttavia un'inflazione dei servizi ancora elevata. Gran parte delle misure dell'inflazione di fondo è andata diminuendo, a conferma del quadro di graduale diminuzione delle pressioni sui prezzi. Nel quarto trimestre del 2023 la crescita dei salari si è attenuata e mentre la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto è rimasta elevata, riflettendo in parte la debole crescita della produttività, le imprese stanno assorbendo parte dell'aumento del costo del lavoro con i propri profitti. Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine si collocano per lo più intorno al 2 per cento, mentre quelle delle aspettative a più breve termine sono diminuite.

**Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, nell'area dell'euro l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC è scesa al 2,4 per cento a marzo dal 2,6 di febbraio (cfr. il grafico 8).** Il calo è stato determinato da minori tassi di inflazione dei beni alimentari e dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG). L'inflazione complessiva continua gradualmente il suo percorso disinflazionistico, di riflesso al calo dei tassi di crescita per beni alimentari e beni industriali non energetici. Il minor tasso di crescita per questi ultimi è determinato dalla perdurante attenuazione delle pressioni inflazionistiche, nonostante il lieve aumento dell'inflazione dei beni energetici riconducibile in larga misura a effetti base.

### Grafico 8

#### Inflazione complessiva e sue principali componenti

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 (stima preliminare).

**L'inflazione dei beni energetici, pur rimanendo negativa, è salita dal -3,7 per cento di febbraio al -1,8 di marzo.** I principali fattori all'origine del tasso di variazione annuale meno negativo sono stati un effetto base al rialzo e un ridotto impatto dell'inversione delle misure di compensazione. Quest'ultimo riflette in parte il

rinvio dell'eliminazione della riduzione dell'aliquota IVA su gas ed energia termica in Germania.

**L'inflazione dei beni alimentari si è indebolita ulteriormente, scendendo al 2,7 per cento a marzo dal 3,9 di febbraio (cfr. il grafico 9).** Il calo del tasso sui dodici mesi è stato osservato per entrambe le componenti principali, ovvero beni alimentari trasformati e non, ma è stato più marcato per quelli non trasformati. L'inflazione dei beni alimentari trasformati è scesa al 3,6 per cento a marzo dal 4,5 di febbraio. Tale calo ha rispecchiato quello dei prezzi dei beni energetici e delle materie prime alimentari, misurati, ad esempio, sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro. L'inflazione dei prodotti alimentari non trasformati è diminuita significativamente dal 2,1 per cento di febbraio al -0,4 di marzo. Il calo del tasso sui dodici mesi dell'inflazione dei prodotti alimentari non trasformati è stato determinato anche da un effetto base negativo associato all'elevata dinamica dei prezzi dello scorso anno.

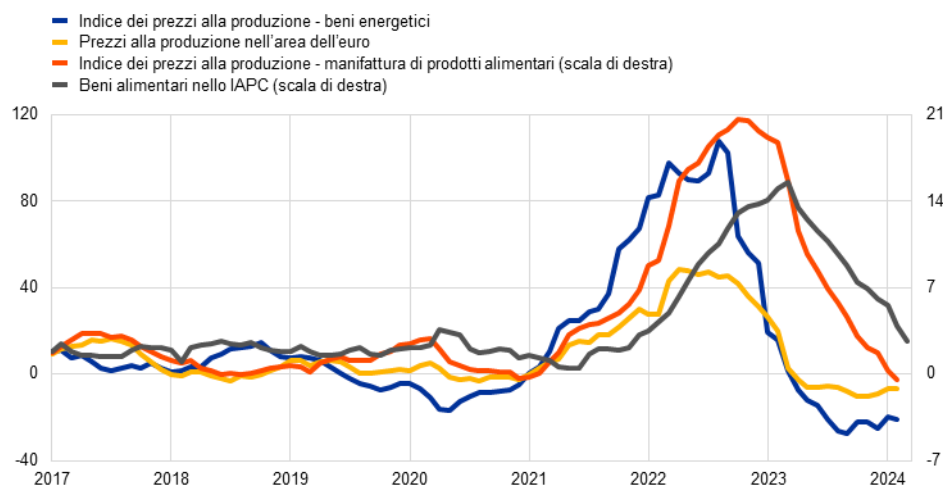
**L'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) a marzo è scesa ulteriormente al 2,9, dal 3,1 per cento di febbraio.**

Relativamente alle componenti, l'inflazione dei beni industriali non energetici è diminuita dall'1,6 all'1,1 per cento, di riflesso al graduale venir meno dell'effetto degli shock passati. A marzo l'inflazione dei servizi è rimasta invariata, per il quinto mese consecutivo, al 4,0 per cento. La persistenza relativamente maggiore dell'inflazione nei servizi è in linea con la forte crescita salariale e con il ruolo più rilevante assunto dal costo del lavoro.

### Grafico 9

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

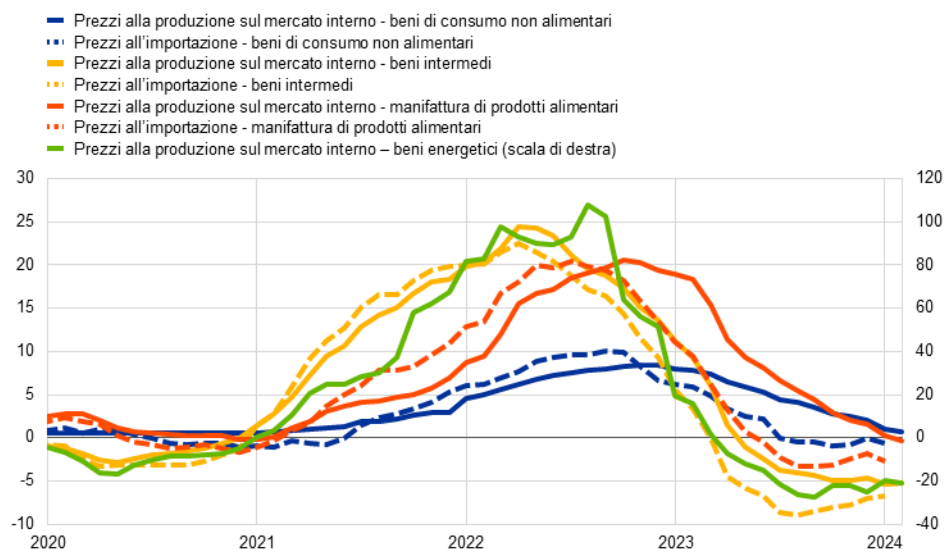
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 (stima preliminare) per la componente alimentare dello IAPC e a febbraio 2024 per le voci restanti.

**Le pressioni sui prezzi alla produzione hanno continuato ad attenuarsi in tutte le principali categorie di beni (cfr. il grafico 10).** Nelle prime fasi della catena di formazione dei prezzi, l'inflazione alla produzione per le vendite di beni intermedi sul mercato interno è stata negativa (-5,3 per cento a febbraio, dopo il -5,4 di gennaio). Negli stadi successivi della catena di formazione dei prezzi, i tassi di crescita sui

dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari hanno continuato a scendere fino allo 0,7 per cento di febbraio, dall'1,0 per cento di gennaio, raggiungendo il livello più basso da febbraio 2021. Anche nel segmento dei beni di consumo manufatti si è avuto un rallentamento dei prezzi alla produzione, che sono scesi in territorio negativo a febbraio (-0,4 per cento, in calo dallo 0,2 di gennaio), confermando il graduale allentamento generalizzato delle pressioni inflazionistiche sui prezzi dei beni di consumo. I tassi di crescita annuali dei prezzi all'importazione sono negativi a partire dalla metà del 2023, convergendo con quelli dei prezzi alla produzione sul mercato interno e contribuendo al contenimento delle pressioni sui prezzi.

### Grafico 10 Indicatori delle pressioni inflazionistiche

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024 per i prezzi all'importazione e a febbraio 2024 per i prezzi alla produzione sul mercato interno.

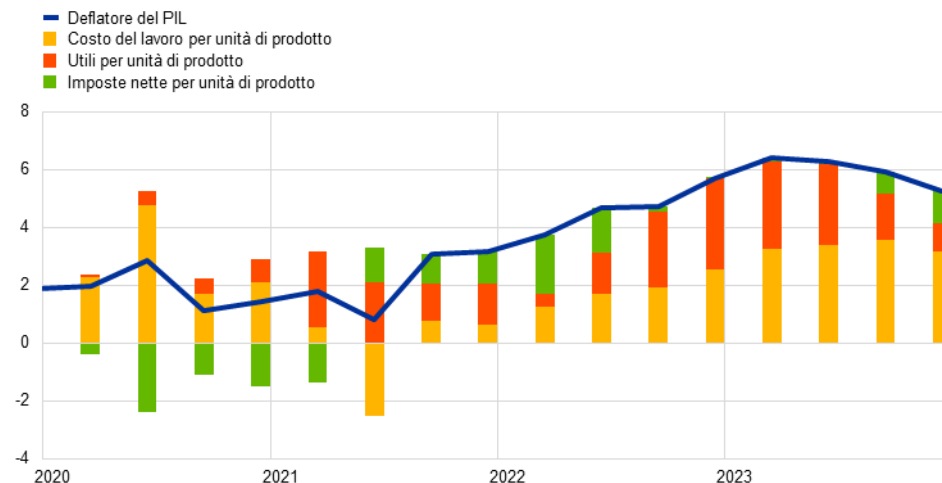
### Le pressioni derivanti dai costi interni, misurate in termini di crescita del deflatore del PIL, sono scese al 5,3 per cento nel quarto trimestre del 2023, dal 5,9 per cento del trimestre precedente, a causa del minore contributo dei profitti unitari e dei costi del lavoro per unità di prodotto (cfr. il grafico 11).

Dopo un picco del 6,4 per cento nel primo trimestre del 2023, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL ha segnato un'ulteriore flessione. Nel quarto trimestre del 2023 il calo è stato determinato principalmente dalla diminuzione della crescita dei profitti unitari, il cui contributo è sceso a 1,0 punti percentuali, da 1,6 punti percentuali nel trimestre precedente. Analogamente, anche il contributo del costo del lavoro per unità di prodotto è diminuito ulteriormente, fino a 3,2 punti percentuali, da 3,6 nel trimestre precedente. Contemporaneamente, il costo del lavoro continua a fornire il principale contributo alle pressioni interne sui prezzi, mentre il contributo delle imposte nette per unità di prodotto è aumentato nel quarto trimestre del 2023, da 0,8 a 1,1 punti percentuali.

## 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 quarto trimestre del 2023. Il reddito per occupato apporta un contributo positivo alle variazioni del costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il contributo fornito dalla produttività del lavoro è negativo.

**Alla fine del 2023 le pressioni salariali si sono lievemente allentate e nel 2024 dovrebbero attenuarsi ulteriormente.** Gli ultimi dati disponibili si riferiscono al quarto trimestre del 2023 e mostrano una diminuzione del tasso di crescita sui dodici mesi delle retribuzioni contrattuali pari al 4,5 per cento, in calo rispetto al 4,7 del terzo trimestre dello stesso anno. Nel quarto trimestre del 2023 la crescita dei salari effettivi, misurata dal reddito per occupato e dalla retribuzione oraria, è scesa rispettivamente al 4,6 e 4,4 per cento, dal 5,1 e 5,0 per cento nel terzo trimestre. Gli indici prospettici delle retribuzioni segnalano il protrarsi di pressioni salariali ancora forti, sebbene in moderazione. Le informazioni sugli accordi salariali, disponibili a partire dalla fine dello scorso anno, suggeriscono che la crescita media delle retribuzioni contrattuali nel 2024 è andata via via diminuendo in tutti i contratti retributivi attivi, comprese le una tantum, dal 4,4 per cento all'epoca del Consiglio direttivo di gennaio, al 4,2 per cento del Consiglio direttivo di marzo e al 4,1 per cento del Consiglio di aprile<sup>3</sup>.

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

<sup>3</sup> Per i dettagli metodologici, cfr. Górnicka, L. e Koester, G. (a cura di), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, n. 338, BCE, febbraio 2024.



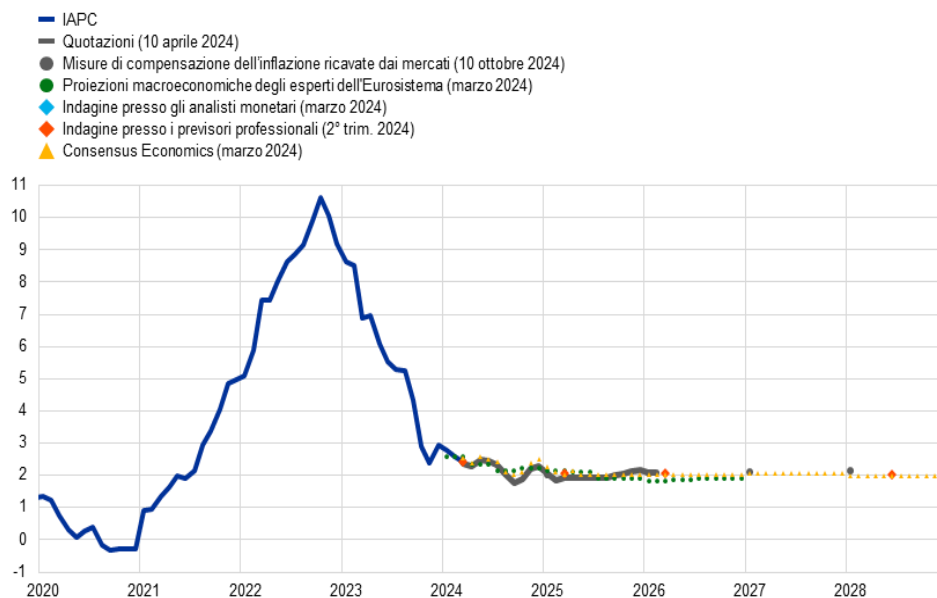
cinque anni indicizzato all'inflazione su un orizzonte quinquennale pari al 2,3 per cento circa. Sebbene tali misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati includano i premi per il rischio di inflazione e pertanto non misurino direttamente le reali aspettative degli operatori di mercato, le stime basate su modelli delle effettive aspettative di inflazione, al netto dei premi per il rischio di inflazione, indicano che gli operatori di mercato si attendono che l'inflazione si collochi intorno al 2,0 per cento nel più lungo termine. Le misure ricavate dai mercati per i risultati dell'inflazione a breve termine nell'area dell'euro suggeriscono che gli investitori si attendono che l'inflazione diminuisca ulteriormente nel 2024, collocandosi in media al 2,0 per cento nella seconda metà dell'anno. Il tasso swap indicizzato a un anno su un orizzonte annuale è rimasto pressoché invariato, nel periodo in esame, attestandosi al 2,1 per cento. Secondo l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES) condotta dalla BCE a febbraio 2024, dal lato dei consumatori le aspettative mediane relative all'inflazione complessiva per il prossimo anno sono diminuite al 3,1 per cento, rispetto al 3,3 di gennaio, mentre quelle su un orizzonte di tre anni sono rimaste invariate al 2,5 per cento.

## Grafico 12

### Inflazione complessiva, proiezioni e aspettative di inflazione

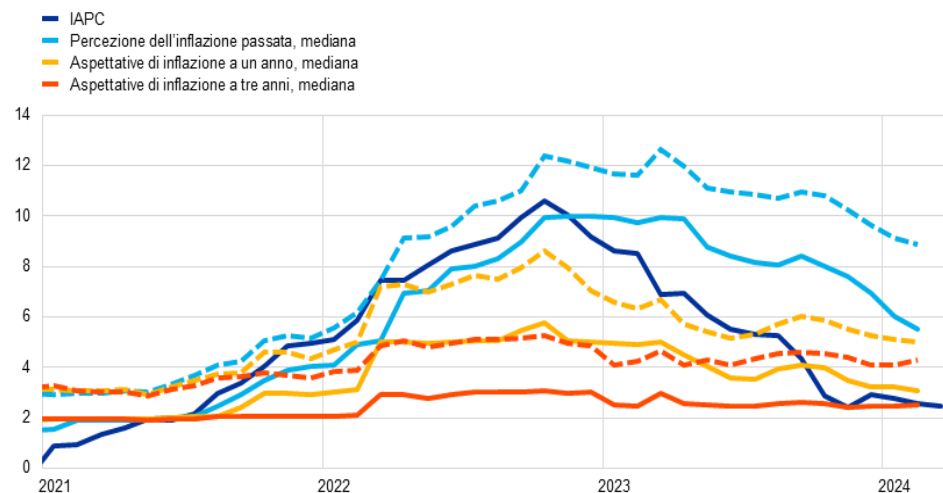
#### a) Inflazione complessiva, indicatori delle aspettative di inflazione ricavati dalle indagini, proiezioni sull'inflazione e misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Note: la serie delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dai mercati è basata sul tasso di inflazione a pronti a un anno e sui seguenti tassi a termine: a un anno su un orizzonte annuale, a un anno su un orizzonte di due anni e a un anno su un orizzonte di tre anni. Per gli indicatori di compensazione dell'inflazione ricavati dai mercati le ultime osservazioni si riferiscono al 7 marzo 2024. Le quotazioni dell'inflazione sono contratti swap collegati a pubblicazioni mensili specifiche dell'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC nell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco. L'indagine SPF relativa al secondo trimestre del 2024 è stata condotta tra il 18 e il 21 marzo 2024. Le previsioni a lungo termine di Consensus Economics sono aggiornate a gennaio 2024. Per l'indagine CES le linee tratteggiate indicano la media e le linee continue la mediana. I dati riportati nelle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE sono aggiornati al 9 febbraio 2024. Le ultime osservazioni si riferiscono a marzo 2024 (stima preliminare) per lo IAPC e a febbraio 2024 per l'indagine CES.

*Nel periodo in esame (dal 7 marzo al 10 aprile 2024) gli andamenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro sono stati relativamente contenuti e i mercati hanno continuato a concentrarsi sul ritmo della disinflazione e sulla tempistica degli aggiustamenti della politica monetaria. A seguito della decisione di politica monetaria, ampiamente attesa, del Consiglio direttivo di marzo 2024 di lasciare invariati i tassi di riferimento della BCE, il segmento a breve della curva dei rendimenti privi di rischio dell'area dell'euro ha segnato oscillazioni solo marginali nel periodo in esame. Ciò ha rispecchiato il consolidarsi delle aspettative degli operatori di mercato secondo cui i tassi di riferimento della BCE sarebbero rimasti invariati nella riunione di aprile e la loro prima riduzione avrebbe avuto luogo nella riunione di giugno. Più avanti la volatilità implicita nelle opzioni delle attese sui tassi di riferimento è diminuita, pur rimanendo su livelli elevati. Nell'intera area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato hanno evidenziato andamenti pressoché analoghi a quelli dei tassi privi di rischio, che hanno segnato un incremento, in un contesto in cui i differenziali sui titoli di Stato hanno registrato un lieve rialzo. I corsi azionari dell'area sono aumentati, in particolare per le società finanziarie, sulla scia di una maggiore propensione al rischio a livello mondiale e del conseguente calo del premio per il rischio azionario. I differenziali sulle obbligazioni societarie hanno mostrato andamenti divergenti, in quanto quelli sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) si sono lievemente ridotti, mentre quelli sulle obbligazioni ad alto rendimento si sono ampliati, in un contesto di stagnazione dell'economia. Sui mercati dei cambi l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio.*

#### **I tassi a breve termine privi di rischio dell'area dell'euro sono rimasti stabili per tutto il periodo in esame dopo la riunione del Consiglio direttivo di marzo.**

Nel periodo in esame il tasso di riferimento overnight per il mercato monetario dell'area dell'euro (euro short-term rate, €STR) è stato pari, in media, al 3,91 per cento. La liquidità in eccesso è diminuita approssimativamente di 244 miliardi di euro, collocandosi a 3.255 miliardi. Tale diminuzione è principalmente riconducibile al rimborso della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT-III) e alla riduzione del portafoglio del programma di acquisto di attività (PAA), in quanto l'Eurosistema non reinveste più il capitale rimborsato sui relativi titoli in scadenza. A seguito della decisione del Consiglio direttivo di marzo, ampiamente attesa, di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE, la curva a termine del tasso OIS (overnight index swap), basata sull'€STR, è rimasta stabile per le scadenze a breve termine fino a un anno. La volatilità implicita nelle opzioni dei tassi a termine sulle scadenze di breve periodo è diminuita, pur rimanendo su livelli elevati, in quanto i mercati hanno continuato a concentrarsi sul ritmo della disinflazione e sulla tempistica degli aggiustamenti della politica monetaria. Nel complesso i mercati hanno escluso ogni possibilità di una riduzione dei tassi da parte della BCE ad aprile 2024, segnalando di attendersi la possibilità di un primo taglio a giugno. Alla fine del periodo in esame i mercati avevano pienamente incorporato nei prezzi una riduzione dei tassi di 20 punti base per giugno e ribassi cumulati pari a 78 punti base entro la fine del 2024. I tassi a più lungo termine privi di rischio dell'area dell'euro sono lievemente aumentati nel periodo in esame.

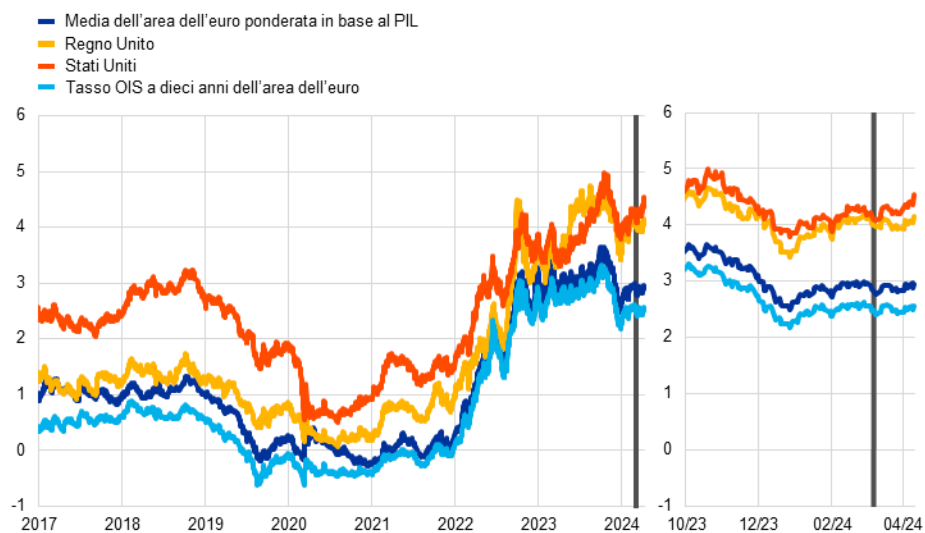
Ad esempio, il tasso nominale privo di rischio a dieci anni dell'area è salito al 2,7 per cento, terminando il periodo in esame con un aumento complessivo di 10 punti base.

**I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine hanno mostrato andamenti pressoché analoghi a quelli dei tassi privi di rischio, in un contesto in cui i differenziali sui titoli di Stato hanno segnato un lieve aumento (cfr. il grafico 13).** Il rendimento ponderato per il PIL dei titoli di Stato decennali dell'area dell'euro ha concluso il periodo in esame a circa il 2,9 per cento, vale a dire 14 punti base al di sopra del livello segnato all'inizio del periodo in esame, comportando un ampliamento del differenziale rispetto al tasso privo di rischio a dieci anni dell'area di 5 punti base. Questo aumento del differenziale ponderato per il PIL non ha rispecchiato solo le variazioni dei differenziali osservate nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, ma è stato anche il risultato di un differenziale negativo tedesco in diminuzione. Nel complesso le variazioni dei differenziali sui titoli di Stato nei paesi dell'area sono state contenute durante tutto il periodo in esame, dato che finora, quest'anno, ai livelli record delle emissioni nette hanno corrisposto elevati livelli di domanda da parte degli investitori. In modo analogo al tasso a lungo termine dell'area dell'euro, il rendimento dei titoli di Stato decennali del Regno Unito è aumentato di 16 punti base, raggiungendo tuttavia un livello più elevato, pari al 4,2 per cento. Per contro il rendimento dei corrispettivi statunitensi a dieci anni è cresciuto in misura significativa, di 46 punti base, collocandosi al 4,6 per cento.

### Grafico 13

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

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: LSEG ed elaborazioni della BCE.

Note: la linea verticale grigia indica l'inizio del periodo in esame (7 marzo 2024). Le ultime osservazioni si riferiscono al 10 aprile 2024.

**I differenziali sulle obbligazioni societarie dell'area dell'euro hanno mostrato andamenti divergenti, in quanto quelli sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) si sono lievemente ridotti, mentre quelli sulle obbligazioni ad alto rendimento si sono ampliati.** Alla fine del periodo in esame i differenziali relativi alle imprese di qualità elevata si erano lievemente ridotti, proseguendo la tendenza osservata nell'ultimo anno e in linea con gli andamenti registrati sul

mercato statunitense delle obbligazioni societarie. Per contro i differenziali relativi alle imprese dell'area dell'euro nel segmento ad alto rendimento erano aumentati di 32 punti base, in un contesto di stagnazione dell'economia, pur rimanendo su livelli nell'insieme contenuti.

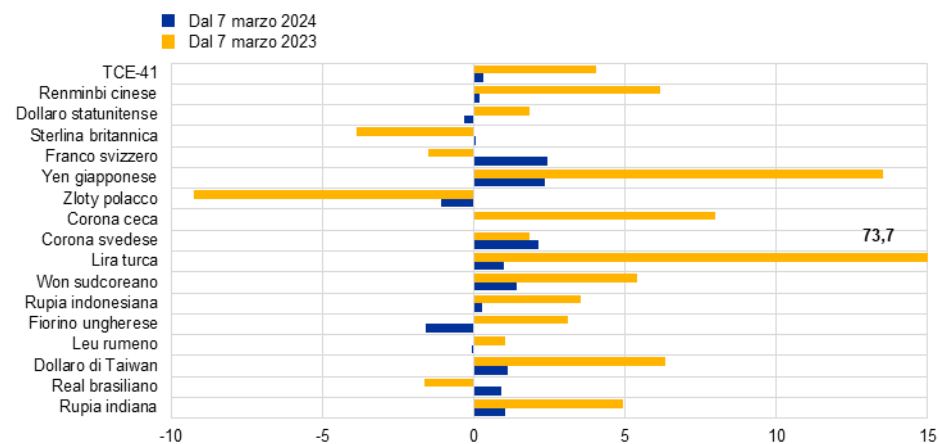
**I corsi azionari dell'area dell'euro sono aumentati, in particolare per le società finanziarie, perché la propensione al rischio è stata maggiore a livello mondiale, determinando un calo del premio per il rischio azionario.** Nel periodo in esame, gli indici azionari generali nell'area dell'euro sono aumentati dell'1,1 per cento, in un contesto di maggiore propensione al rischio, mentre i corrispondenti indici statunitensi sono rimasti sostanzialmente stabili. Nell'area dell'euro i rialzi dei corsi azionari sono stati particolarmente pronunciati nel settore finanziario. Le migliori performance registrate dai titoli finanziari dell'area hanno controbilanciato i risultati inferiori osservati all'inizio di quest'anno. Tale miglioramento è stato determinato dal ridursi dei timori circa l'esposizione al rischio dell'intero settore bancario nel comparto degli immobili non residenziali. In termini netti, nell'area dell'euro i corsi azionari delle società non finanziarie sono rimasti invariati, mentre quelli delle banche e delle altre società finanziarie dell'area sono aumentati rispettivamente del 9,8 e del 6,2 per cento. Anche negli Stati Uniti i corsi azionari sono rimasti invariati per le società non finanziarie, mentre sono aumentati dell'1,7 per cento per le banche e dell'1,0 per cento per le altre società finanziarie.

**Sui mercati dei cambi l'euro è rimasto sostanzialmente stabile su base ponderata per l'interscambio (cfr. il grafico 14).** Nel periodo in esame il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato sulle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area, si è mantenuto sostanzialmente stabile (+0,3 per cento). Un lieve deprezzamento nei confronti del dollaro statunitense (-0,3 per cento) è stato più che compensato da un apprezzamento nei confronti delle altre principali valute. La stabilità dell'euro nei confronti del dollaro statunitense ha fatto seguito alle iniziali spinte al rialzo su quest'ultimo, dovute alle aspettative del mercato circa una politica monetaria più restrittiva e di più lunga durata negli Stati Uniti. Queste spinte sono in parte venute meno dopo che la riunione di marzo del Federal Open Market Committee ha rassicurato i mercati sul fatto che quest'anno il Federal Reserve System intende ancora ridurre i tassi a un ritmo analogo. Quanto agli andamenti dei tassi di cambio bilaterali rispetto alle principali valute, l'euro si è apprezzato nei confronti della corona svedese (del 2,1 per cento), del franco svizzero (del 2,4 per cento), dato che la Banca nazionale svizzera ha deciso di ridurre i tassi, e dello yen giapponese (del 2,4 per cento), benché la Banca del Giappone abbia deciso di innalzare i tassi di interesse, in quanto tale decisione era stata ampiamente prevista dai mercati.

## Grafico 14

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

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

Note: TCE-41 indica il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro nei confronti delle divise dei 41 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva (negativa) rappresenta un apprezzamento (deprezzamento) dell'euro. Tutte le variazioni sono state calcolate rispetto ai tassi di cambio vigenti il 10 aprile 2024.

*A febbraio 2024 i costi compositi della provvista bancaria e i tassi sui prestiti bancari si sono mantenuti elevati. Il costo del debito emesso sul mercato per le società non finanziarie (SNF) è rimasto sostanzialmente invariato nel periodo compreso tra il 7 marzo e il 10 aprile 2024, mentre il costo del capitale di rischio è diminuito. Nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2024, le banche hanno segnalato criteri di concessione del credito sostanzialmente invariati nel primo trimestre dell'anno. La domanda di prestiti da parte delle imprese è notevolmente diminuita, contrariamente alle aspettative di ripresa delle banche. A febbraio il credito bancario è rimasto complessivamente debole, nonostante il moderato aumento del tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle imprese, mentre i prestiti alle famiglie si sono mantenuti sostanzialmente stabili su livelli lievemente superiori allo zero. Nell'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento per il primo trimestre del 2024, queste hanno segnalato una modesta riduzione del loro fabbisogno di prestiti bancari, unita a una più contenuta diminuzione della disponibilità di tali prestiti. Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato, pur rimanendo contenuto, per effetto degli elevati costi opportunità, dei prestiti stagnanti e della riduzione del bilancio dell'Eurosistema.*

#### **I costi della provvista bancaria nell'area dell'euro sono rimasti elevati in termini storici.**

A febbraio 2024 il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche dell'area dell'euro si collocava al 2,08 per cento, lievemente al di sotto del recente picco del 2,24 per cento registrato a ottobre 2023 (cfr. il pannello a) del grafico 15). Tale andamento è stato determinato dal continuo spostamento verso fonti di finanziamento più costose e da rendimenti delle obbligazioni bancarie lievemente più elevati nello stesso mese, in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi e da un aumento della volatilità (cfr. il pannello b) del grafico 15). I tassi sui depositi sono rimasti sostanzialmente invariati, con cambiamenti a seconda degli strumenti e dei settori. I tassi sui depositi a vista si sono mantenuti stabili a febbraio, mentre quelli sui depositi a termine sono diminuiti, determinando un lieve restringimento dell'ampio differenziale tra i due. Nel contempo, i tassi sui depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi hanno continuato ad aumentare.

#### **Le operazioni di finanziamento della banca centrale continuano a diminuire ordinatamente, contribuendo a un aumento dei costi della provvista bancaria.**

Le banche hanno effettuato ingenti rimborsi (sia obbligatori sia, in particolare, volontari) dei prestiti contratti nell'ambito delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT). Il 27 marzo 2024 sono stati effettuati rimborsi per 251 miliardi di euro relativi alla terza serie di operazioni (OMRLT-III). Dal 23 novembre 2022, quando è entrata in vigore la ricalibrazione dei termini e delle condizioni, nell'ambito delle OMRLT-III sono stati rimborsati complessivamente 1.972 miliardi di fondi, pari a una riduzione del 93 per cento delle consistenze in essere<sup>4</sup>. Nel contesto della liquidazione delle OMRLT e del calo dei depositi,

<sup>4</sup> Cfr. il comunicato stampa della BCE [ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#) del 27 ottobre 2022.

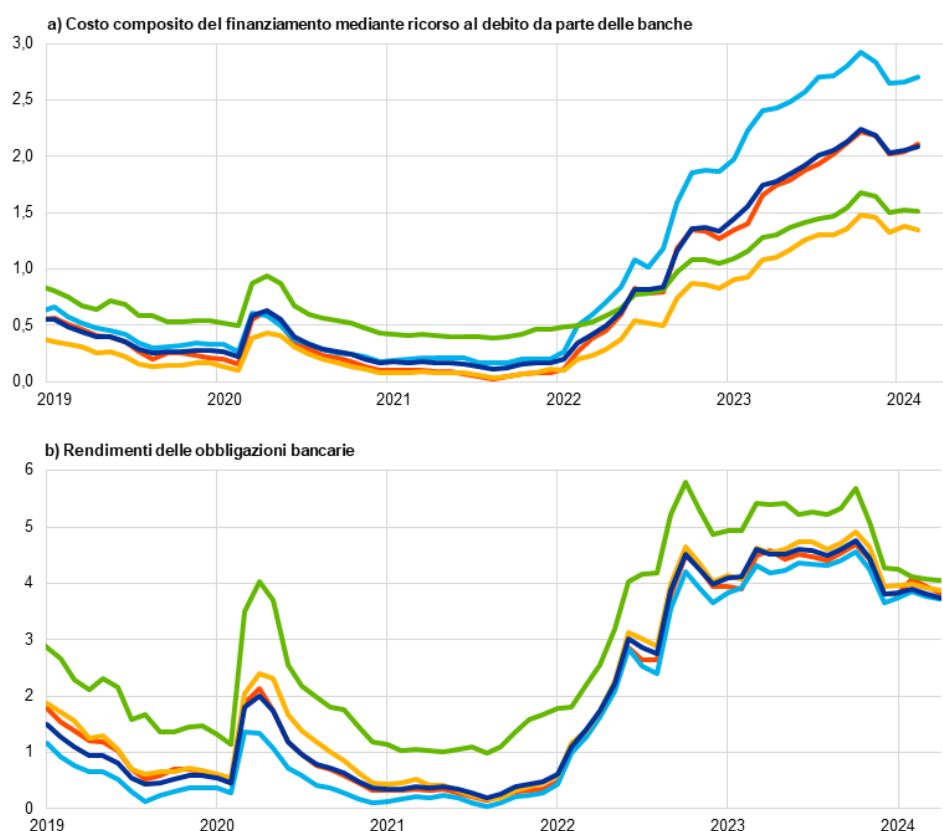
le banche hanno aumentato l'emissione di obbligazioni, remunerate al di sopra dei tassi sui depositi e dei tassi di riferimento.

### Grafico 15

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

(valori percentuali sui dodici mesi)

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



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

Note: i costi compositi della provvista bancaria sono calcolati come media ponderata del costo composito dei depositi e del finanziamento mediante titoli di debito non garantiti sul mercato. Il costo composito dei depositi è calcolato come media dei tassi 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 febbraio 2024 per il costo composito del finanziamento mediante ricorso al debito da parte delle banche e al 4 aprile 2024 per i rendimenti delle obbligazioni bancarie.

**Nonostante la debolezza del contesto economico, i bilanci bancari si sono mostrati complessivamente solidi. Nel quarto trimestre del 2023 le banche hanno continuato ad aumentare la propria capitalizzazione e mantenuto coefficienti patrimoniali ben al di sopra dei requisiti del coefficiente patrimoniale di capitale primario di classe 1 (CET1).** Un sistema bancario ben capitalizzato è fondamentale per assicurare un'offerta sostenibile di credito all'economia reale in condizioni adeguate. In un contesto caratterizzato da elevati costi della provvista bancaria, stagnazione della crescita dei prestiti e peggioramento della qualità degli attivi, la redditività delle banche nell'ultimo anno è stata trainata principalmente dal reddito netto da tassi di interesse, che ha riflesso ampi margini di interesse e con una notevole eterogeneità tra paesi. I margini tra prestiti e depositi



sulle nuove operazioni hanno continuato generalmente a diminuire in tutti i paesi dell'area dell'euro, mentre quelli sulle consistenze sono rimasti sostanzialmente stabili. Nel complesso, i crediti deteriorati delle banche sono rimasti su livelli bassi nel quarto trimestre del 2023, ma i tassi di default sia sulle esposizioni delle imprese sia su quelle al dettaglio sono in crescita e preannunciano ulteriori aumenti di tali crediti. È possibile che le banche si trovino esposte a maggiori costi per accantonamenti qualora si concretizzino rischi per i settori non finanziari, indotti da deboli condizioni economiche.

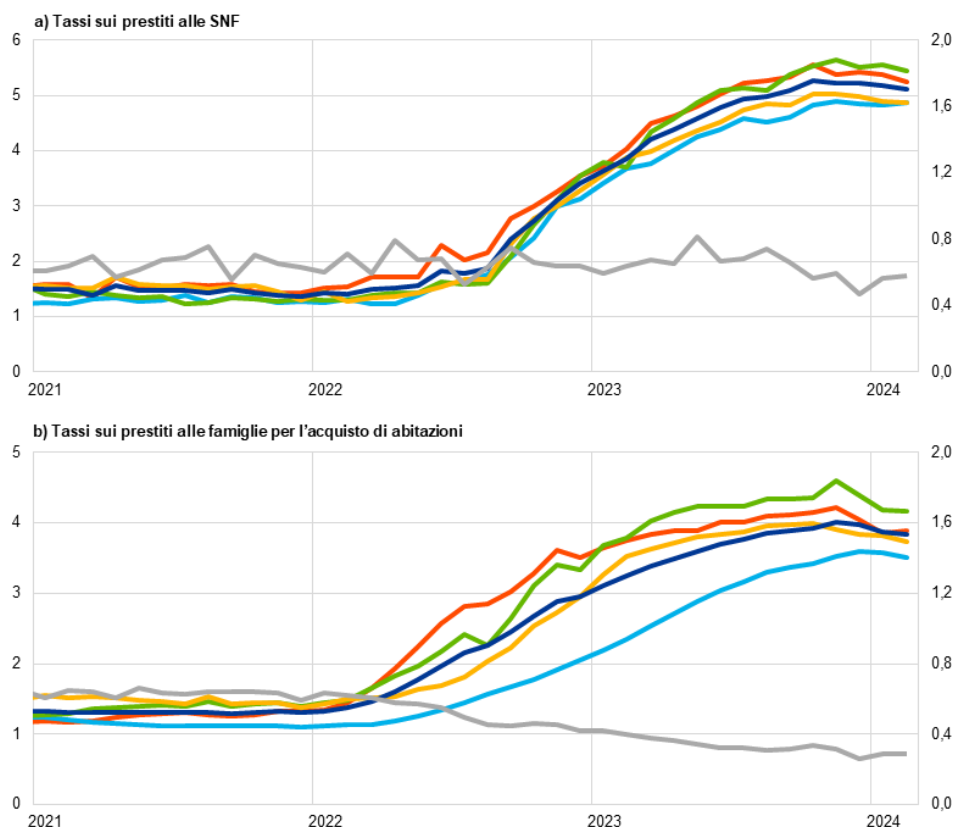
**A febbraio 2024 i tassi sui prestiti alle imprese e sui mutui per l'acquisto di abitazioni sono ulteriormente diminuiti.** A febbraio i tassi sui prestiti alle imprese sono scesi al 5,12 per cento, dal 5,18 di gennaio, al di sotto del recente picco del 5,27 per cento registrato a ottobre 2023 (cfr. il grafico 16). Il calo è stato eterogeneo tra i paesi dell'area dell'euro e si è dimostrato più pronunciato per i prestiti di importo elevato con scadenze a medio termine. A febbraio il differenziale fra i tassi di interesse sui prestiti di piccola e grande entità alle imprese dell'area si è ampliato fino allo 0,52 per cento, riflettendo sia tassi più bassi sui prestiti di importo elevato sia tassi più elevati sui prestiti di modesta entità. I tassi sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono diminuiti per il terzo mese consecutivo al 3,84 per cento a febbraio, in calo dal 3,88 di gennaio e al di sotto del recente picco del 4,02 per cento registrato a novembre 2023 (cfr. il grafico 19). Il calo ha interessato tutti i segmenti delle scadenze, ma è stato più pronunciato per i mutui per l'acquisto di abitazioni con scadenze a medio termine comprese tra uno e cinque anni. I mutui a tasso variabile si sono mantenuti notevolmente più costosi per i debitori rispetto ai mutui a tasso fisso. A febbraio sono diminuiti anche i tassi bancari sui nuovi prestiti al consumo per le famiglie e le imprese individuali. La dispersione tra paesi dei tassi sui prestiti a imprese e famiglie è rimasta su livelli contenuti (cfr. il grafico 16), suggerendo un'ordinata trasmissione della politica monetaria nei paesi dell'area dell'euro.

## Grafico 16

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

(valori percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i tassi compositi sui prestiti bancari sono calcolati aggregando i tassi a breve e a lungo termine, utilizzando una media mobile di 24 mesi dei volumi delle nuove operazioni. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

**Nel periodo compreso tra il 7 marzo e il 10 aprile 2024 il costo dell'emissione di debito sul mercato per le SNF non ha subito variazioni, mentre il costo del capitale di rischio è diminuito.** In base ai dati mensili disponibili, il costo complessivo del finanziamento per le SNF, ovvero il costo composito dei prestiti bancari, del debito emesso sul mercato e del capitale di rischio, si è collocato al 6,0 per cento a febbraio, sostanzialmente invariato rispetto al livello di gennaio e notevolmente inferiore al massimo pluriennale raggiunto a ottobre 2023 (cfr. il grafico 17)<sup>5</sup>. Tale stabilità è dovuta al fatto che il costo lievemente più elevato del capitale di rischio e del debito emesso sul mercato, osservato fino a febbraio, è stato in larga misura compensato dal minore costo dei prestiti sia a breve sia a lungo termine. I dati giornalieri sul costo del finanziamento mediante emissione di debito sul mercato confermano che non vi sono state variazioni nel periodo compreso tra

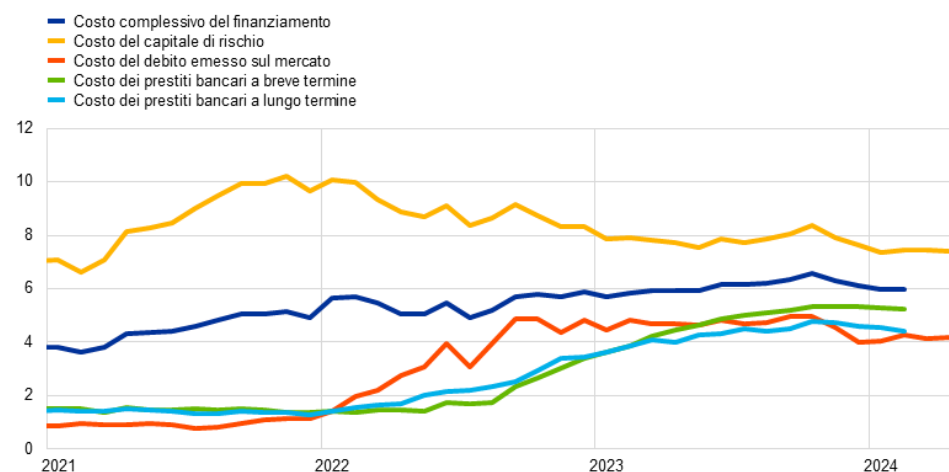
<sup>5</sup> A causa del ritardo nella disponibilità dei dati relativi al costo dei prestiti bancari, le rilevazioni del costo complessivo del finanziamento per le SNF sono disponibili solo fino a febbraio 2024.

il 7 marzo e il 10 aprile 2024, sebbene vi siano state differenze tra le diverse categorie di rating delle obbligazioni. Il lieve aumento del tasso privo di rischio, approssimato dal tasso overnight index swap a dieci anni, osservato nel corso del periodo e l'ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF nel segmento ad alto rendimento sono stati compensati da una certa compressione dei differenziali sulle obbligazioni delle SNF nel segmento investment grade. Contemporaneamente, il costo del finanziamento mediante capitale di rischio nello stesso periodo è diminuito, riflettendo minori premi per il rischio azionario che hanno compensato il tasso privo di rischio lievemente più elevato (cfr. la sezione 4).

### Grafico 17

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

(valori percentuali sui dodici mesi)



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

Note: il costo complessivo del finanziamento per le società non finanziarie (SNF) si basa su dati mensili ed è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari (dati medi mensili), di quello del debito sul mercato e del capitale di rischio (dati di fine mese), sulla base dei rispettivi importi in essere. Le ultime osservazioni del costo del debito emesso sul mercato e di quello del capitale di rischio si riferiscono al 10 aprile 2024 (dati giornalieri); i dati sul costo totale del finanziamento e su quello dei prestiti bancari a lungo e a breve termine si riferiscono a febbraio 2024 (dati mensili).

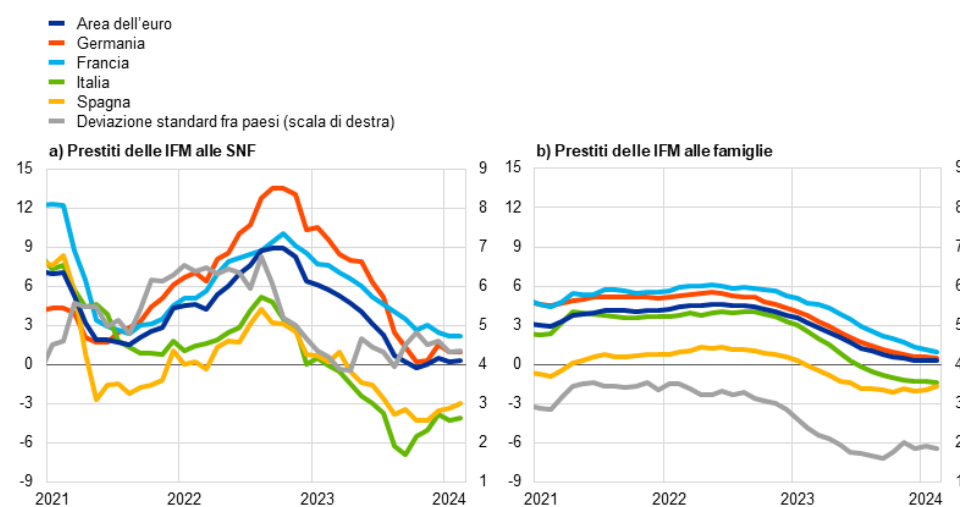
**A febbraio 2024 il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti bancari alle imprese è aumentato in misura modesta, pur rimanendo contenuto, mentre quello relativo ai prestiti alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile su livelli leggermente superiori allo zero.** La crescita sui dodici mesi dei prestiti alle SNF ha registrato un lieve aumento, dallo 0,2 per cento di gennaio allo 0,4 osservato a febbraio (cfr. il pannello a) del grafico 18), in un contesto caratterizzato da una notevole eterogeneità tra paesi. La perdurante debolezza della crescita dei prestiti riflette la dinamica del credito stagnante osservata dall'inizio del 2023, per effetto della debole domanda aggregata, della rigidità dei criteri di concessione del credito e dell'orientamento restrittivo della politica monetaria. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie ha mostrato segnali di stabilizzazione su livelli bassi, rimanendo invariato allo 0,3 per cento a febbraio (cfr. il pannello b) del grafico 18), in un contesto di prospettive negative del mercato immobiliare, di rigidità dei criteri di concessione del credito e di tassi elevati sui prestiti bancari. Tale stabilizzazione è stata diffusa nei vari segmenti, sebbene a livelli diversi: i prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno mostrato una crescita lievemente positiva e i prestiti al consumo

hanno continuato a evidenziare una buona tenuta, mentre i prestiti alle imprese individuali hanno continuato a registrare tassi di crescita negativi. Dai risultati dell'[indagine sulle aspettative dei consumatori](#) della BCE di marzo 2024 emerge che un'ampia, ancorché in calo, percentuale netta degli intervistati ha segnalato di aver percepito maggiori difficoltà nell'accesso al credito nel corso dei dodici mesi precedenti e di attendersi che la situazione diventi ancora più complessa nei prossimi dodici mesi.

### Grafico 18

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; deviazione standard)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il dato sui prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie (SNF), il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

**In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di aprile 2024, le banche hanno segnalato un ulteriore lieve inasprimento dei propri criteri per la concessione dei prestiti alle imprese e un moderato allentamento dei criteri per la concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni nel primo trimestre dell'anno (cfr. il grafico 19).** L'inasprimento dei criteri di concessione del credito alle imprese è stato inferiore rispetto alle aspettative delle banche segnalate nella precedente edizione dell'indagine, sebbene si aggiunga al sostanziale inasprimento cumulato osservato a partire dal 2022. Le banche hanno inoltre segnalato un ulteriore inasprimento del credito al consumo che, al pari dei prestiti alle imprese, è stato determinato principalmente dalle percezioni di rischio legate alle prospettive economiche e al merito di credito dei debitori. Per contro, l'allentamento dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è da ricondurre alle pressioni concorrenziali e, in misura minore, a una maggiore tolleranza al rischio. Per il secondo trimestre del 2024 le banche dell'area dell'euro si attendono un moderato inasprimento del credito alle imprese e che i criteri di concessione del credito alle famiglie restino invariati.

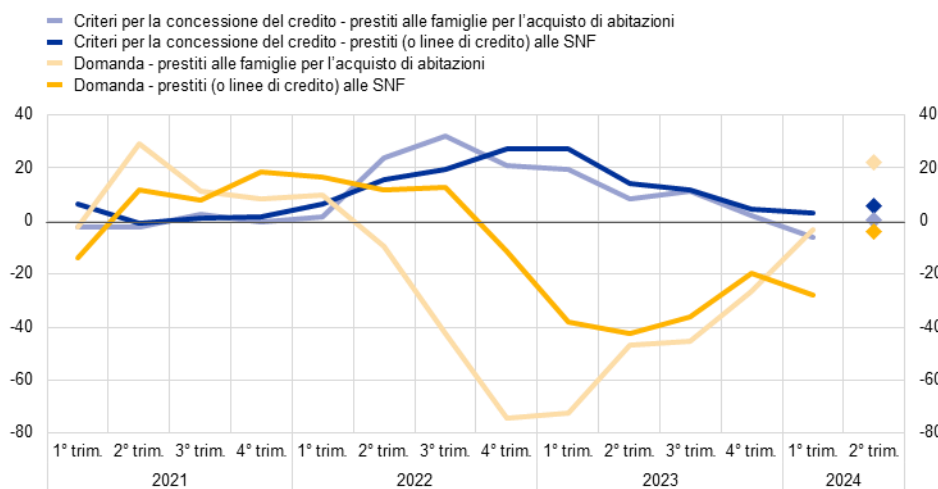
**Le banche, contrariamente alle loro aspettative di ripresa, hanno segnalato un ulteriore notevole calo della domanda di prestiti da parte delle imprese e un leggero calo della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni nel primo**

**trimestre del 2024.** Le banche hanno inoltre segnalato una domanda sostanzialmente inalterata per quanto riguarda il credito al consumo e per gli altri prestiti alle famiglie. Come negli ultimi trimestri, la domanda di prestiti da parte delle imprese è stata frenata principalmente dall'aumento dei tassi di interesse e dai minori investimenti fissi, mentre la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni ha risentito delle pressioni derivanti dall'indebolimento delle prospettive del mercato immobiliare e dai bassi livelli di fiducia dei consumatori. Il calo significativo della domanda di prestiti da parte delle imprese è in contrasto con le precedenti aspettative di stabilizzazione segnalate dalle banche, mentre il lieve calo della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni è in contrasto con le loro aspettative di aumento netto. Le banche hanno inoltre segnalato un ulteriore aumento netto della quota di richieste respinte in tutti i segmenti di prestito. Per il secondo trimestre del 2024 le banche si attendono una moderata flessione della domanda di prestiti da parte delle imprese, nonché un aumento della domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni.

### Grafico 19

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

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



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

Note: per i quesiti sui criteri per la concessione del credito, le "percentuali nette" sono definite come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole irrigidimento" e un "lieve irrigidimento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito un allentamento "lieve" e "notevole". Per i quesiti relativi alla domanda di prestiti, le "percentuali nette" sono calcolate come la differenza tra la somma delle percentuali di banche che hanno segnalato un "notevole aumento" e un "lieve aumento" e la somma delle percentuali di banche che hanno percepito una diminuzione "lieve" e "notevole". Gli indicatori a rombo rappresentano le aspettative segnalate dalle banche nell'edizione attuale. Le ultime osservazioni si riferiscono al primo trimestre del 2024.

**Inoltre, le banche si attendono che la riduzione del bilancio dell'Eurosistema continui a esercitare pressioni in senso restrittivo e che l'impatto positivo sui profitti delle banche delle precedenti decisioni sui tassi di riferimento diminuisca nel corso dei prossimi sei mesi.** Nel primo trimestre del 2024

l'accesso delle banche al finanziamento è migliorato per quanto riguarda i titoli di debito e, in misura minore, per i mercati monetari, mentre l'accesso al finanziamento al dettaglio si è deteriorato. Secondo le indicazioni delle banche, la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria della BCE ha continuato a penalizzare le

loro condizioni di finanziamento e le posizioni di liquidità nel corso degli ultimi sei mesi, determinando un moderato inasprimento dei termini e delle condizioni e incidendo negativamente sui volumi dei prestiti. Le banche hanno segnalato un impatto sui criteri di concessione del credito sostanzialmente neutro, sebbene si attendano ulteriori pressioni restrittive nel corso dei prossimi sei mesi. Inoltre, la graduale revoca delle OMRLT-III ha continuato a incidere negativamente sulle posizioni di liquidità delle banche. Di riflesso ai considerevoli rimborsi dei fondi OMRLT-III, a partire da novembre 2022, e alle consistenze in essere residue relativamente contenute, le banche hanno segnalato solo un modesto impatto restrittivo sulle loro condizioni complessive di finanziamento e un effetto neutrale sulle condizioni di prestito. Le banche hanno inoltre indicato che le decisioni della BCE sui tassi di interesse di riferimento hanno nuovamente avuto un notevole impatto positivo sui loro margini di interesse netti negli ultimi sei mesi, nonché un effetto frenante per via dei volumi dei prestiti che dovrebbe persistere nei prossimi sei mesi. L'aumento dei margini ha superato l'effetto dei volumi, di conseguenza un'elevata percentuale di banche ha segnalato un impatto positivo sul margine di interesse e sulla redditività complessiva. Le banche si attendono che l'impatto netto cumulato sulla propria redditività derivante dalle decisioni della BCE sui tassi di interesse di riferimento diminuisca nel corso dei prossimi sei mesi, con un contributo moderatamente negativo dipendente dall'aumento delle esigenze di accantonamento e dalle maggiori svalutazioni<sup>6</sup>.

**In base all'indagine sull'accesso delle imprese al finanziamento relativa al primo trimestre del 2024, le imprese hanno segnalato una modesta riduzione del loro fabbisogno di prestiti bancari, mentre un minor numero di imprese ha riferito una diminuzione della disponibilità di tali prestiti.** Di conseguenza, l'aumento del fabbisogno finanziario è stato inferiore rispetto all'edizione precedente dell'indagine. Le imprese hanno ritenuto che le prospettive economiche generali siano il principale fattore che ostacola la disponibilità di finanziamento esterno, mentre le percezioni relative alla propensione delle banche a erogare prestiti, che ne riflette l'avversione al rischio, siano ulteriormente migliorate.

**A febbraio 2024 le imprese e le famiglie hanno continuato a riallocare i depositi a vista a favore dei depositi a termine.** Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista è stato meno negativo e si è collocato al -8,9 per cento a febbraio, in rialzo rispetto al -9,9 per cento di gennaio (cfr. il grafico 20). La persistente forte preferenza per i depositi a termine è riconducibile all'ampio differenziale tra i tassi su tali depositi e quelli sui depositi a vista e riflette gli elevati costi opportunità di detenere strumenti altamente liquidi<sup>7</sup>. I tassi offerti alle imprese per detenere depositi a termine sono rimasti prossimi al tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale e superiori a quelli offerti alle famiglie. Per quanto riguarda queste ultime, si è osservato un ulteriore ingente spostamento mensile dai depositi a vista verso quelli a termine, mentre è tornato a diminuire il ritmo a cui le imprese hanno riequilibrato questi due strumenti. Ciò suggerisce che l'allocazione dei depositi da parte delle

<sup>6</sup> L'impatto riflette le decisioni della BCE sui tassi di interesse di riferimento precedenti e attese.

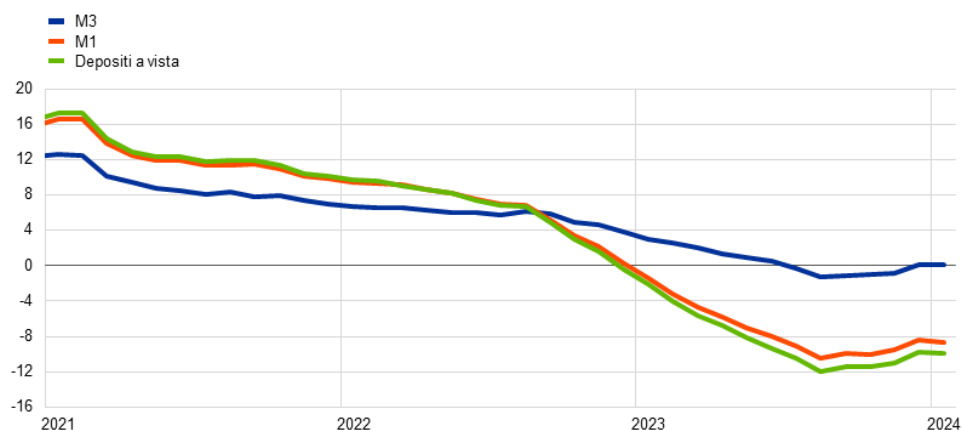
<sup>7</sup> In linea con i precedenti cicli di inasprimento, i tassi di interesse sui depositi a vista si sono adeguati più lentamente alle variazioni dei tassi di riferimento rispetto a quelli sui depositi a termine. Cfr. anche il riquadro 8 *Dinamica monetaria durante il ciclo restrittivo* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.

imprese si stia avvicinando al livello desiderato sulla base degli andamenti storici. Anche gli elevati tassi di interesse a breve termine hanno favorito la sostituzione degli strumenti liquidi con i fondi del mercato monetario.

## Grafico 20

### 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 febbraio 2024.

**A febbraio 2024 il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio (M3) è aumentato, pur rimanendo contenuto, per effetto degli elevati costi opportunità, dei prestiti stagnanti e dell'ulteriore riduzione del bilancio dell'Eurosistema.** La crescita di M3 nell'area dell'euro è aumentata, collocandosi allo 0,4 per cento a febbraio, rispetto allo 0,1 di gennaio (cfr. il grafico 20).

La crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto (M1), che comprende le attività più liquide di M3, si è ulteriormente contratta, seppure a un ritmo inferiore (-7,7 per cento a febbraio rispetto al -8,6 di gennaio). Dopo un consistente deflusso mensile a gennaio, M3 ha registrato a febbraio un afflusso mensile, determinato dal calo dei depositi delle amministrazioni centrali e dall'aumento dei prestiti ad altre istituzioni finanziarie, in un contesto caratterizzato dalla stagnazione dei prestiti al settore privato. La creazione di moneta è stata frenata dall'emissione di obbligazioni bancarie a lungo termine, dall'ulteriore riduzione del bilancio dell'Eurosistema e, per la prima volta da settembre 2022, dal contributo negativo delle operazioni finanziarie del settore estero in presenza di una maggiore volatilità a breve termine.

# Riquadri

## 1 Andamenti recenti dell'inflazione e pressioni salariali nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

a cura di Anna Beschin, Katalin Bodnár, Ramon Gomez-Salvador, Eduardo Gonçalves, Marcel Tirpák e Marco Weißler

### **Il livello e la dinamica dell'inflazione complessiva e di quella di fondo nell'area dell'euro sono attualmente lievemente più contenuti rispetto agli Stati Uniti.**

L'inflazione complessiva, in termini percentuali annui, è scesa più rapidamente e da un punto di massimo più elevato nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti: dal 10,6 per cento di ottobre 2022 al 2,6 di febbraio 2024 nell'area dell'euro e dal 9,1 per cento di giugno 2022 al 3,2 di febbraio 2024 negli Stati Uniti<sup>1</sup>. La dinamica (misurata come crescita annualizzata su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi) è anch'essa più debole nell'area, sia per l'inflazione complessiva sia per l'inflazione di fondo (cfr. il grafico A). In entrambe le aree economiche, il calo dei prezzi dell'energia e la moderazione dell'inflazione dei beni alimentari hanno determinato in misura significativa il calo dell'inflazione complessiva, mentre l'inflazione di fondo si è mantenuta elevata in entrambe le economie<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. inoltre il riquadro 1 *Andamenti dell'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

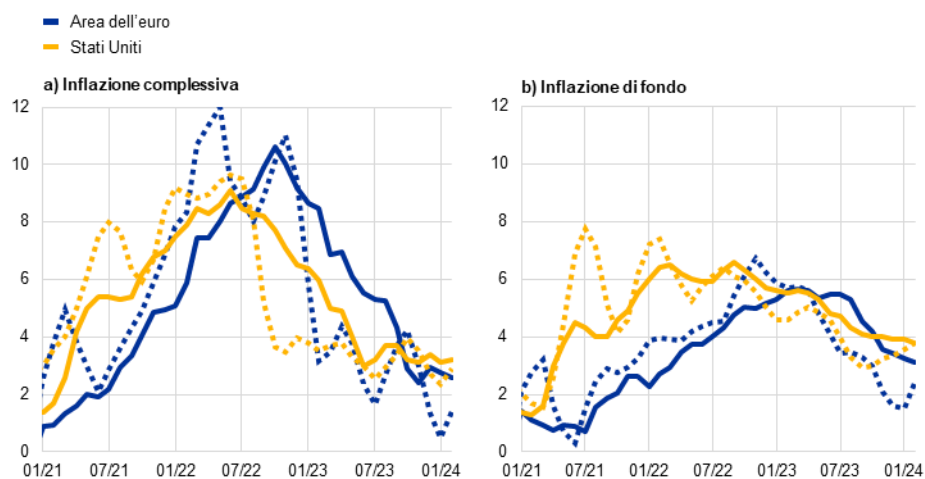
<sup>2</sup> Vi sono alcune differenze tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti nella classificazione di alcune categorie all'interno delle statistiche sull'inflazione. In particolare, i servizi di ristorazione fanno parte dei prezzi dei servizi nell'area dell'euro e dei prezzi dei beni alimentari negli Stati Uniti. Allo stesso tempo, le bevande alcoliche e il tabacco sono inclusi nei prezzi dei beni alimentari nell'area dell'euro e nei prezzi dei beni negli Stati Uniti.



## Grafico A

### Inflazione complessiva e di fondo e loro dinamica nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi)



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.  
Note: per l'area dell'euro è riportata l'inflazione misurata sullo IAPC, per gli Stati Uniti quella misurata sull'IPC. Le linee tratteggiate indicano la dinamica. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

**L'inflazione nel settore dei servizi sta mantenendo elevata quella di fondo in entrambe le aree economiche.** L'inflazione di fondo negli Stati Uniti ha raggiunto un massimo del 6,6 per cento a settembre 2022, per poi scendere al 3,8 a febbraio 2024. Nell'area dell'euro, ha raggiunto il massimo del 5,7 per cento più tardi, a marzo 2023, per poi scendere al 3,1 a febbraio 2024. In entrambe le economie l'inflazione di fondo rimane persistente, trainata principalmente da quella dei servizi, che negli ultimi anni è stata più elevata negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro (cfr. il pannello a) del grafico B). La persistenza negli Stati Uniti è principalmente legata alla dinamica dei canoni di locazione, ostinatamente elevata ancorché in calo, che sta reagendo solo lentamente al notevole rallentamento dei prezzi delle locazioni nei nuovi contratti. Negli Stati Uniti l'inflazione delle locazioni rappresenta oltre la metà dell'inflazione relativa ai servizi, il che la rende una determinante importante dell'andamento complessivo dell'inflazione di fondo: al netto dei canoni di locazione, l'inflazione relativa ai servizi si colloca attualmente al 4,4 per cento. Tale valore, superiore alla media precedente la pandemia, pari a circa il 2 per cento, è prevalentemente determinato dall'inflazione nei settori dei trasporti e delle attività ricreative. Nell'area dell'euro gli aumenti degli affitti sono stati più moderati e l'inflazione delle locazioni contribuisce in misura significativamente minore a quella dei servizi<sup>3</sup>. Anche quest'ultima si colloca al 4,0 per cento (la medesima al netto dei canoni di locazione), ben al di sopra della media precedente la pandemia, pari all'1,9 per cento. Anche l'inflazione dei servizi ricreativi e legati al turismo (a maggiore

<sup>3</sup> Nel 2023 il peso medio dei canoni di locazione nell'inflazione dei servizi è stato pari al 57 per cento negli Stati Uniti (con i canoni per l'abitazione principale che hanno contribuito per il 13 per cento, mentre i fitti figurativi incidono per il 44 per cento) e al 13 per cento nell'area dell'euro. I fitti figurativi non sono inclusi nello IAPC dell'area dell'euro.

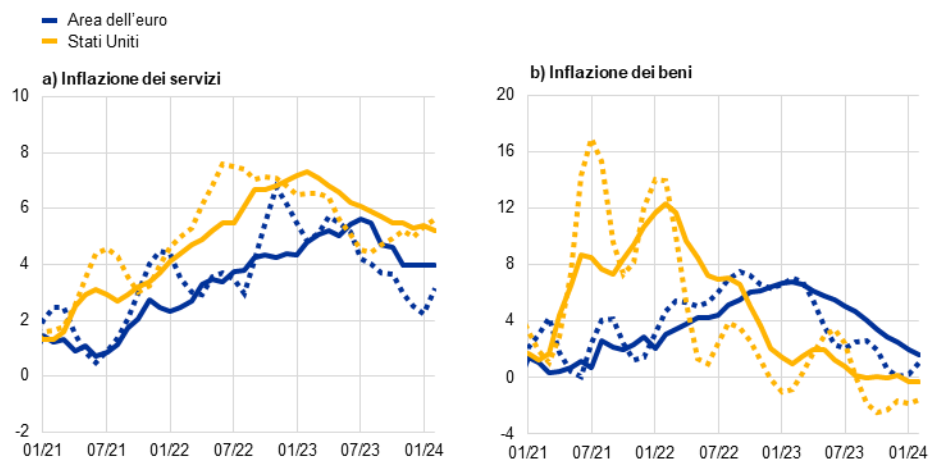
intensità di contatti), pari al 4,5 per cento, è superiore all'inflazione complessiva dei servizi nell'area dell'euro, nonostante i forti cali registrati nel corso del 2023.

**Per contro, l'inflazione relativa ai beni è diminuita sensibilmente in entrambe le economie e il calo è iniziato notevolmente prima negli Stati Uniti.** I prezzi dei beni hanno subito un marcato rallentamento in entrambe le economie, in linea con la normalizzazione delle catene di approvvigionamento a livello mondiale, il calo dei prezzi delle materie prime e l'inasprimento della politica monetaria (cfr. il pannello b) del grafico B). Tale tendenza è stata rafforzata dallo spostamento della spesa per consumi dai beni ai servizi, a partire dalla riapertura dopo la pandemia. Negli Stati Uniti il contributo della dinamica dei prezzi dei beni all'inflazione complessiva è già lievemente negativo, in linea con le tendenze precedenti la pandemia. Nell'area dell'euro l'inflazione dei beni è ancora lievemente superiore alla sua media di lungo periodo e alla stessa negli Stati Uniti. Ciò è probabilmente dovuto all'impatto ritardato dello shock energetico a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina, che ha colpito più duramente l'area dell'euro, e alla diversa tempistica dell'inasprimento della politica monetaria<sup>4</sup>.

### Grafico B

#### Inflazione di beni e servizi e relativa dinamica nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e variazioni percentuali annualizzate su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi)



Fonti: Eurostat e Bureau of Labor Statistics.

Note: per l'area dell'euro è riportata l'inflazione misurata sullo IAPC, per gli Stati Uniti quella misurata sull'IPC. Per l'area dell'euro, l'inflazione dei beni si riferisce ai beni industriali non energetici. Le linee tratteggiate indicano la dinamica. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

**Le misure dell'inflazione di fondo sono sostanzialmente in calo dai rispettivi massimi sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. il grafico C).** Tali misure, che mirano a rilevare la componente più persistente dell'inflazione e riguardano lo IAPC nell'area dell'euro e l'indice della spesa per consumi personali (SCP) negli Stati Uniti, sono aumentate considerevolmente dopo la pandemia di coronavirus

<sup>4</sup> I pesi relativi dell'inflazione di beni e servizi differiscono nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, il che contribuisce anche alle differenze nell'inflazione di fondo. I servizi rappresentano circa il 40 per cento dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area e circa il 60 per cento dell'IPC negli Stati Uniti.

(COVID-19) ma, in generale, hanno iniziato a diminuire nel 2023<sup>5</sup>. L'intervallo degli indicatori ha iniziato a collocarsi intorno al 2 per cento negli ultimi mesi. In entrambe le economie le misure della componente comune e persistente dell'inflazione (Persistent and Common Component of Inflation, PCCI) si collocano nella parte inferiore dei rispettivi intervalli. In parte, ciò riflette il fatto che la PCCI estrapola con maggiore tempestività le indicazioni delle dinamiche mensili dei prezzi per molte voci<sup>6</sup>. Nell'area dell'euro l'indicatore dell'inflazione interna, che include le voci dello IAPC a bassa intensità di importazioni, è attualmente la misura più elevata e persistente, a dimostrazione dell'importanza delle pressioni interne sui prezzi, quali la dinamica delle retribuzioni e dei profitti<sup>7</sup>. Negli Stati Uniti l'indicatore ciclico dell'inflazione di fondo, che tiene conto degli andamenti dei prezzi nelle categorie sensibili al divario tra il tasso di disoccupazione naturale e quello effettivo (unemployment gap), si colloca nella parte superiore dell'intervallo, dopo aver raggiunto livelli molto più elevati rispetto alle altre misure dell'inflazione di fondo, probabilmente di riflesso alle condizioni ancora relativamente tese del mercato del lavoro negli Stati Uniti. L'indicatore Supercore per l'area dell'euro, che segue un approccio paragonabile a quello dell'indicatore ciclico dell'inflazione di fondo statunitense, ha mostrato andamenti simili negli ultimi dodici mesi, ma si colloca ora su un livello inferiore, in linea con l'indebolimento della domanda nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Per l'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 [Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro](#) nel numero 5/2023 di questo Bollettino. Per gli Stati Uniti le misure dell'inflazione di fondo sono basate sull'inflazione misurata sull'SCP, la misura di riferimento della Federal Reserve, piuttosto che sull'inflazione misurata sull'IPC.

<sup>6</sup> Cfr. Bañbura, M. e Bobeica, M., "[PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#)", *Statistics Paper Series*, n. 38, BCE, 2020.

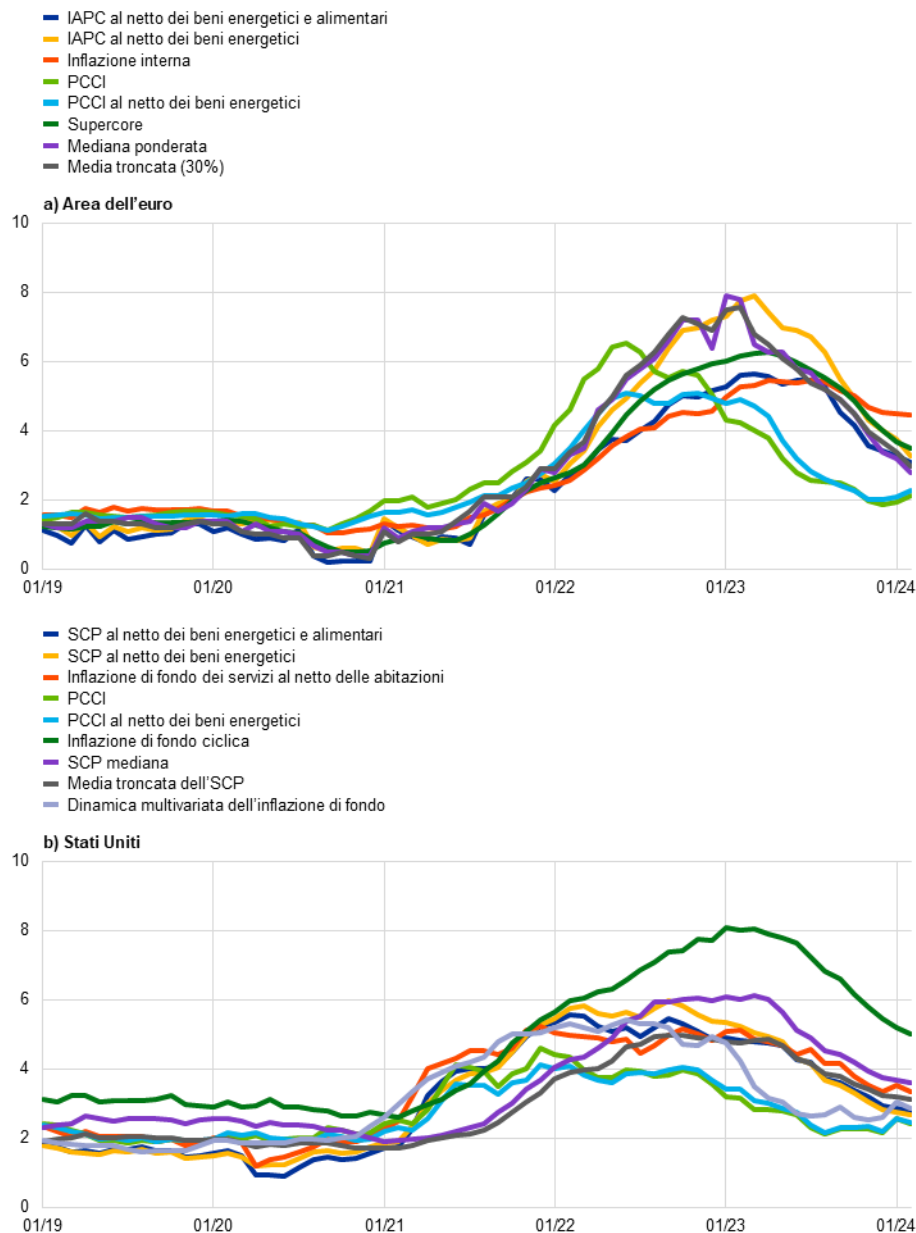
<sup>7</sup> Cfr. il riquadro 7 [Un nuovo indicatore dell'inflazione interna per l'area dell'euro](#) nel numero 4/2022 di questo Bollettino.

<sup>8</sup> L'indicatore Supercore include soltanto quelle voci dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (HICPX) che sono ritenute sensibili alla capacità inutilizzata, come misurata dall'output gap. Cfr. l'articolo 3 [Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro](#) nel numero 4/2018 di questo Bollettino.

## Grafico C

### Misure dell'inflazione di fondo nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Haver Analytics, Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of San Francisco, Federal Reserve Bank of Cleveland, Federal Reserve Bank of Dallas, Federal Reserve Bank of New York ed elaborazioni degli esperti della BCE.  
Note: per le misure dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 *Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro* nel numero 5/2023 di questo Bollettino. La PCCI e la PCCI al netto delle misure energetiche per l'indice SCP negli Stati Uniti sono stimate utilizzando la metodologia riportata in Bańbura, M. e Bobeica, E., op. cit. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024. L'acronimo HICPX indica l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari.

#### L'area dell'euro e gli Stati Uniti si trovano in una fase diversa del ciclo

**economico, il che contribuisce alle differenze di inflazione.** Nell'area dell'euro il PIL in termini reali è rimasto sostanzialmente invariato nel 2023 e l'output gap è stato stimato attorno allo zero<sup>9</sup>. Per contro, nello stesso periodo, l'economia statunitense ha registrato una forte espansione, soprattutto nella seconda metà

<sup>9</sup> Cfr. [European Commission European Economic Forecast, Autumn 2023](#). Fonte: banca dati AMECO.

dell'anno, e l'output gap sarebbe rimasto positivo, secondo la maggior parte delle organizzazioni internazionali. Inoltre, la crescita negli Stati Uniti è sostenuta, in particolare, dalla vivace dinamica dei consumi, che contribuisce ulteriormente all'inflazione al consumo. Ciò contrasta con la debole crescita dei consumi registrata nell'area dell'euro. Nonostante le differenze negli andamenti ciclici, la politica monetaria è stata efficace nel moderare le pressioni inflazionistiche in entrambe le economie<sup>10</sup>.

**Le diverse posizioni cicliche delle due economie, nonché i fattori istituzionali, si riflettono anche nella crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.**

La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto resta elevata nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti è in fase di moderazione dalla fine del 2022. La differenza è determinata sia dai salari sia dalla produttività. Nel corso del 2023 la maggiore crescita del costo per unità di prodotto nell'area dell'euro riflette sia una più vigorosa crescita dei salari sia andamenti della produttività più deboli (cfr. il pannello a) del grafico D). Per contro, nel 2023, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto negli Stati Uniti ha già iniziato a diminuire (cfr. il pannello b) del grafico D), a causa sia della moderazione della crescita salariale sia della vigorosa dinamica della produttività. Oltre agli andamenti ciclici, tali differenze sono attribuibili anche a differenze istituzionali nei mercati del lavoro dell'area dell'euro e degli Stati Uniti.

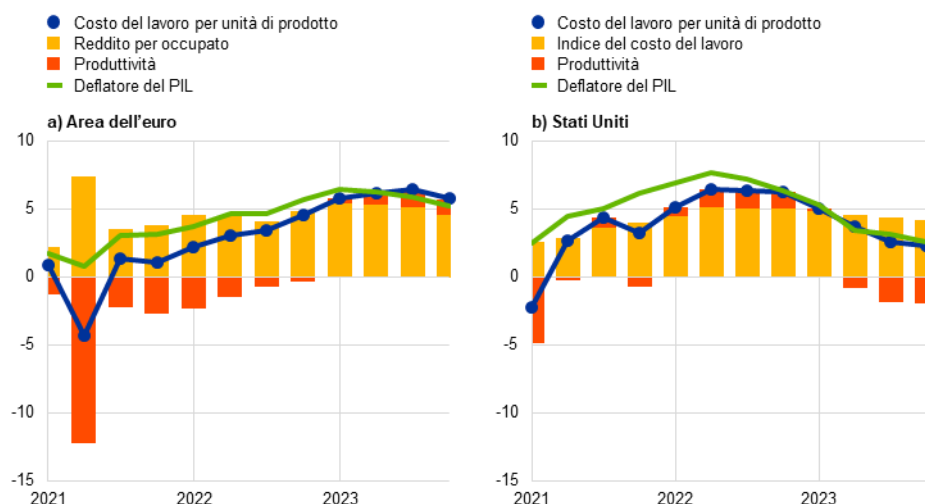
---

<sup>10</sup> Nell'area dell'euro l'evidenza basata su modelli conferma un effetto frenante dell'inasprimento della politica monetaria sull'inflazione misurata sullo IAPC. Cfr. il riquadro 6 *L'impatto macroeconomico dell'inasprimento della politica monetaria della BCE avviato a dicembre 2021: una valutazione basata su modelli* nel numero 3/2023 di questo Bollettino. Per un'analisi dell'impatto macroeconomico dell'ultimo ciclo di inasprimento della Federal Reserve, cfr. D'Amico, S. e King, T., "Past and Future Effects of the Recent Monetary Policy Tightening", *Chicago Fed Letter*, n. 483, Federal Reserve Bank of Chicago, settembre 2023, e Crump, R., Del Negro, M., Dogra, K., Gundam, P., Lee, D., Nallamotu, R. e Pacula, B., "A Bayesian VAR Model Perspective on the Lagged Effect of Monetary Policy", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 21 novembre 2023.

## Grafico D

### Costo del lavoro per unità di prodotto e relativa scomposizione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Bureau of Economic Analysis e Bureau of Labor Statistics.

Note: la crescita della produttività riduce la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, per cui appare nella scomposizione con un segno invertito. Nel 2021 la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'area dell'euro ha risentito dell'andamento del reddito per occupato e della produttività nel 2020, di riflesso all'impatto delle misure di integrazione salariale. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

### Nell'area dell'euro il ritmo di crescita dei salari sembra aver raggiunto il suo massimo intorno alla metà del 2023, mentre negli Stati Uniti è iniziato a diminuire da livelli elevati a partire dalla fine del 2022.

La crescita dei salari nell'area dell'euro è aumentata da livelli piuttosto contenuti, all'inizio del 2021, riflettendo l'intento, da parte dei lavoratori, di recuperare il potere d'acquisto perso a causa di un'inflazione elevata, in un contesto di condizioni tese nel mercato del lavoro. Nel 2023 ha iniziato a diminuire, pur rimanendo ben al di sopra delle medie passate. Alla fine del 2022, negli Stati Uniti, le condizioni sul mercato del lavoro hanno iniziato ad allentarsi, come segnalato dal calo del rapporto fra posizioni vacanti e disoccupazione e, conseguentemente, la crescita salariale ha iniziato a moderarsi rispetto agli elevati livelli raggiunti. Nonostante il suo lento, ma costante calo, la crescita dei salari negli Stati Uniti rimane al di sopra dei livelli che il Federal Reserve System ritiene compatibile con il suo obiettivo di inflazione<sup>11</sup>. Il picco più ritardato delle pressioni salariali nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti è riconducibile a fattori sia ciclici sia strutturali. In particolare, una maggiore flessibilità del mercato del lavoro statunitense rende la crescita salariale più sensibile all'evoluzione delle condizioni sul mercato del lavoro<sup>12</sup>. Inoltre, la copertura della contrattazione collettiva è maggiore nell'area dell'euro, ma lo stesso vale per il coordinamento dei salari. Le trattative salariali si svolgono principalmente a livello settoriale, determinando una risposta più scaglionata delle retribuzioni all'impatto

<sup>11</sup> Cfr. ad esempio l'intervento di apertura del presidente Powell del 1° dicembre 2023 presso lo Spelman College.

<sup>12</sup> Cfr. il riquadro 1 "Gli andamenti del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel 2022" nel Rapporto annuale della BCE, 2022, e il riquadro "Un confronto tra l'andamento del mercato del lavoro nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e il relativo impatto sulle retribuzioni" all'interno dell'articolo 2 Andamenti salariali e relative determinanti dall'inizio della pandemia nel numero 8/2022 di questo Bollettino.

degli shock. Per contro, il più diffuso modello di contrattazione salariale a livello di impresa negli Stati Uniti potrebbe far sì che le retribuzioni rispondano più rapidamente alle condizioni prevalenti del mercato del lavoro.

**Nella seconda metà del 2023, nell'area dell'euro, la produttività del lavoro è cresciuta al di sotto della tendenza precedente la pandemia, mentre è aumentata negli Stati Uniti.** Tali differenze riflettono in parte fattori sia strutturali sia ciclici. In termini di differenze strutturali, nell'area dell'euro la produttività del lavoro stava crescendo a un ritmo più lento rispetto agli Stati Uniti già prima della pandemia. Nel periodo compreso tra il 2016 e il 2019, il tasso medio di crescita sui dodici mesi della produttività si è collocato intorno allo 0,6 per cento nell'area dell'euro e a circa l'1,1 per cento negli Stati Uniti. Le differenze strutturali sono connesse, fra gli altri fattori, alla mancanza di imprese che si collocano sulla frontiera tecnologica mondiale e alla più lenta diffusione delle nuove tecnologie, che hanno determinato una crescita più lenta dello stock di capitale e della produttività totale dei fattori nell'area dell'euro<sup>13</sup>. Dal lato ciclico, la crescita della produttività è diminuita nell'area, un comportamento ciclico comune ai più rigidi mercati del lavoro dell'area dell'euro in cui le imprese tendono a mantenere gli organici sottoutilizzati nei periodi di crescita del PIL bassa o negativa<sup>14</sup>. Per contro, nella seconda metà del 2023, la crescita superiore alla media della produttività del lavoro negli Stati Uniti è stata trainata da una crescita del PIL eccezionalmente vigorosa. Ciò ha fatto seguito a una crescita negativa della produttività nel 2022, dovuta alla forte ripresa dell'occupazione nel settore dei servizi in conseguenza della riapertura dell'economia dopo la pandemia. Nell'area dell'euro, il previsto aumento della crescita del PIL e una ripresa della produttività verso livelli più prossimi alle tendenze precedenti la pandemia dovrebbero sostenere una minore crescita del costo del lavoro per unità di prodotto in futuro.

---

<sup>13</sup> Cfr., ad esempio, il riquadro 3 *Il dinamismo della produttività delle imprese nell'area dell'euro* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

<sup>14</sup> Cfr. anche Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. e Mohr, M., "More jobs but fewer working hours", *Il blog della BCE*, 7 giugno 2023.

## 2 Perché nel 2023 è rallentata l'intensità delle importazioni del PIL?

a cura di Laura Lebastard, Laura Olivero e Giacomo Pongetti

**Nel 2023 le importazioni dell'area dell'euro sono state moderate, nonostante l'allentamento significativo delle strozzature dal lato dell'offerta.** Durante la pandemia il commercio nell'area dell'euro è diminuito in misura maggiore rispetto all'attività economica, poiché le strozzature dal lato dell'offerta hanno limitato il commercio di beni e le restrizioni alla mobilità hanno frenato l'interscambio di servizi, in particolare viaggi e turismo<sup>1</sup>. Tuttavia, dopo essere risalito a metà 2022, il rapporto importazioni/PIL dell'area dell'euro è diminuito nel primo trimestre del 2023 e da allora è rimasto su un livello inferiore, ben al di sotto della sua tendenza di lungo periodo (cfr. il pannello a) del grafico A). Ciò è attribuibile all'attuale debolezza delle importazioni, che è relativamente omogenea tra i paesi dell'area dell'euro, e interessa sia i paesi grandi sia quelli più piccoli (cfr. il pannello b) del grafico A). Nel presente riquadro vengono esaminate le determinanti dell'indebolimento dell'intensità delle importazioni del PIL dell'area dell'euro nel 2023. Si evidenzia che tale flessione è dovuta principalmente alla composizione della crescita del PIL dopo un periodo caratterizzato da esportazioni e consumi deboli, che sono tra le componenti del PIL a maggiore intensità di importazioni. Si dimostra inoltre che anche la riduzione delle scorte ha svolto un ruolo importante nel calo dell'intensità delle importazioni del PIL.

---

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 4 *L'impatto sul commercio delle strozzature dal lato dell'offerta* nel numero 6/2021 di questo Bollettino e il riquadro 5 *Andamenti del settore del turismo durante la pandemia di coronavirus (COVID-19)* nel numero 8/2020 di questo Bollettino.



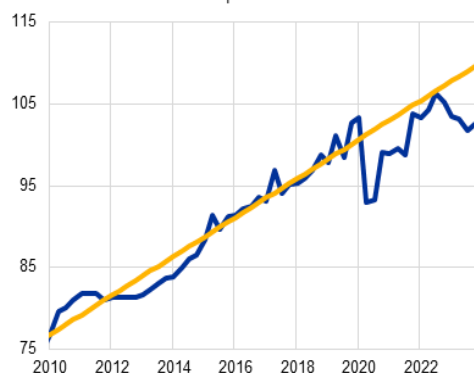
## Grafico A

### Rapporto importazioni/PIL per l'area dell'euro

a) Aggregato dell'area dell'euro

(indice: 2019 = 100)

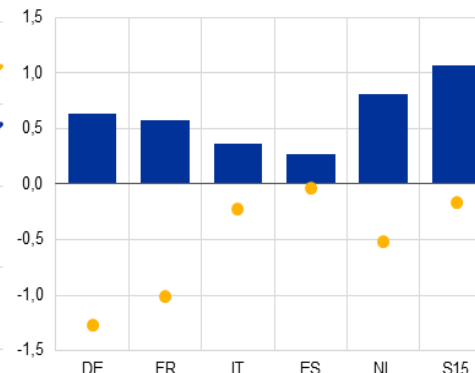
— Rapporto importazioni/PIL dell'area dell'euro  
— Tendenza lineare nel periodo 2010-2019



b) Paesi dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul trimestre precedente)

■ Media nel periodo 2010-2019  
● Media nel 2023



Fonte: Eurostat.

Note: il pannello a) si riferisce alle importazioni in termini reali di beni e servizi sia all'interno sia all'esterno dell'area dell'euro. Il pannello b) si riferisce al totale delle importazioni in termini reali di beni e servizi. "S15" indica i 15 paesi più piccoli dell'area dell'euro. Il rapporto per i 15 paesi più piccoli è una media ponderata. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

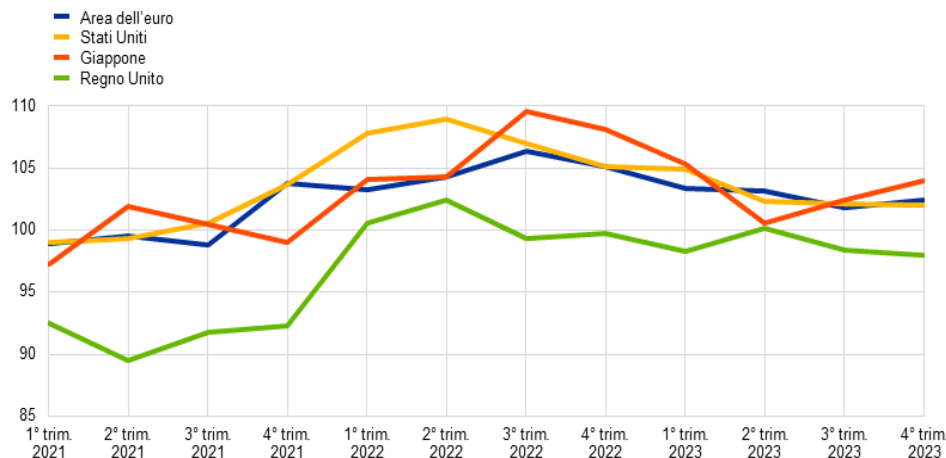
**Il rallentamento della crescita delle importazioni rispetto a quella dell'attività economica registrato nel 2023 non è stato limitato alla sola area dell'euro, ma ha interessato numerose economie avanzate.** Nel 2023 la maggior parte delle economie avanzate ha evidenziato un calo analogo del rapporto importazioni/PIL (cfr. il grafico B). La debolezza del commercio internazionale osservata nell'anno ha riflesso la minore intensità di scambi nella composizione dell'attività economica mondiale, assieme al riassorbimento degli ordinativi arretrati e delle precedenti attività di accumulo delle scorte<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Cfr. il riquadro 1 *Il commercio mondiale nel contesto post-pandemico* nel numero 1/2024 di questo Bollettino.

## Grafico B

### Rapporto importazioni/PIL di alcune economie avanzate

(indice: 2019 = 100)



Fonti: banche dati dell'Eurostat e del World Economic Outlook dell'FMI.

Note: per Stati Uniti, Giappone e Regno Unito, il grafico si riferisce al totale delle importazioni in termini reali di beni e servizi; per l'area dell'euro, esso è riferito alle importazioni in termini reali di beni e servizi sia all'interno sia all'esterno dell'area. Le ultime osservazioni si riferiscono al quarto trimestre del 2023.

**Nell'area dell'euro la composizione della domanda e la riduzione delle scorte possono spiegare in larga misura, con riferimento al 2023, il calo delle importazioni e, di conseguenza, dell'intensità degli scambi commerciali in rapporto al PIL.** Come nel caso delle altre economie avanzate, uno dei fattori

determinanti alla base della debolezza delle importazioni dell'area dell'euro è stata la rimodulazione della domanda a vantaggio delle componenti a minore intensità di scambi. Gli indici aggregati dell'attività economica, come il PIL, non rappresentano una misura ideale della domanda di importazioni in quanto attribuiscono un peso elevato alle componenti a minore intensità di scambi, come la spesa pubblica, che tendono a essere anticicliche in periodi di recessione o crescita debole. Per tenere conto di tali effetti di composizione, occorre adottare la domanda corretta per l'intensità delle importazioni (import intensity-adjusted demand, IAD) quale misura della domanda, in quanto in essa sono attribuiti pesi più elevati alle componenti del PIL a maggiore intensità di importazioni, quali le esportazioni e gli investimenti<sup>3</sup>. L'impiego della IAD e di un indicatore ritardato delle scorte in un modello di regressione semplice mostra che al calo significativo delle componenti della domanda finale a elevata intensità di scambi è riconducibile gran parte del rallentamento delle importazioni nel 2023 (cfr. il grafico C). Tuttavia, anche la variazione del ciclo delle scorte ha fornito un contributo importante, in quanto le imprese hanno smaltito le giacenze e quindi ridotto la domanda di importazioni<sup>4</sup>.

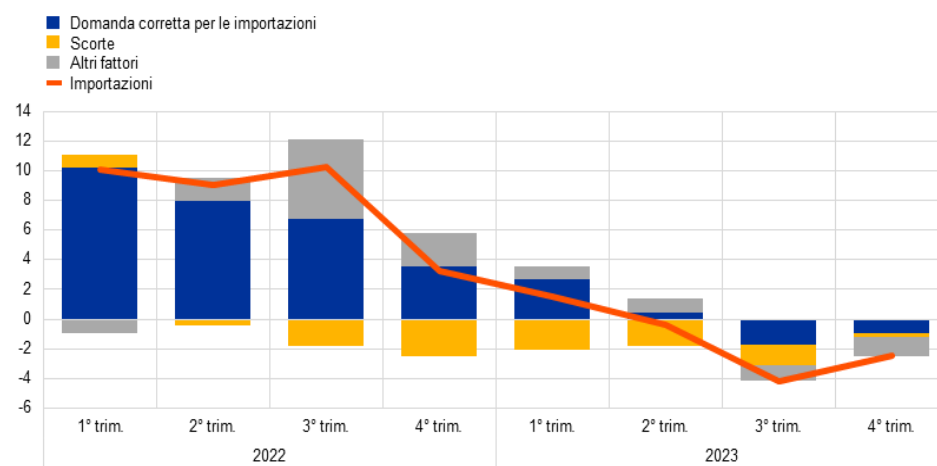
<sup>3</sup> La IAD è una misura della domanda che utilizza tavole input-output per includere sia le importazioni dirette sia quelle indirette. Per ulteriori dettagli, cfr. Bussière, M., Callegari, G., Ghironi, F., Sestieri, G. e Yamano, N., "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009", *American Economic Journal*, vol. 5, n. 3, luglio 2013.

<sup>4</sup> Nel calcolo della IAD di norma non rientrano le scorte, a causa della loro elevata volatilità nelle tavole input-output.

## Grafico C

### Scomposizione degli andamenti delle importazioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e Banca asiatica di sviluppo.

Note: i pesi dell'intensità delle importazioni per la IAD sono calcolati sulla base di Bussière et al. (2013). I pesi annuali sono calcolati per il periodo 2007-2022 e se ne effettua successivamente la media. La regressione è effettuata su dati trimestrali dal primo trimestre del 1996 al terzo trimestre del 2023. Le scorte sono misurate utilizzando i dati delle indagini della Commissione europea.

### Anche la rimodulazione della domanda interna dai beni ai servizi ha contribuito alla contrazione delle importazioni dell'area dell'euro.

Gli altri fattori mostrati nel grafico C potrebbero essere connessi allo spostamento dei consumi dai beni ai servizi, in conseguenza del quale si è ridotta l'intensità delle importazioni della spesa delle famiglie nel corso del 2023 (cfr. il grafico D). Infatti, nel 2022 la quota delle importazioni nel consumo di beni è stata pari al 51 per cento; a fronte del 13 per cento del consumo di servizi<sup>5</sup>. La crescita più rapida nel settore dei servizi rispetto a quello manifatturiero nel 2023 riflette la differenza negli effetti della riapertura post-pandemica, l'inasprimento della politica monetaria e l'aumento dei prezzi dell'energia<sup>6</sup>. Nel 2023 le importazioni in termini reali di gas e petrolio nell'area dell'euro sono diminuite rispettivamente del 7 e del 5 per cento rispetto al 2022, rispecchiando i minori consumi di energia causati dalla crescita straordinaria dei prezzi delle materie prime energetiche.

### In prospettiva, il rapporto importazioni/PIL dell'area dell'euro dovrebbe segnare una ripresa.

Nel medio periodo, la ripresa delle componenti a maggiore intensità di importazioni, come evidenziato nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE a marzo 2024, dovrebbe ricondurre l'intensità degli scambi commerciali in rapporto al PIL dell'area dell'euro alla sua tendenza di lungo periodo<sup>7</sup>. Nel breve periodo, gli indicatori prospettici dei consumi segnalano per il 2024 una ripresa più robusta dei consumi di beni da parte delle

<sup>5</sup> Le intensità delle importazioni sono calcolate sulla base di Bussière et al., op. cit., e sono molto stabili nel tempo. Il loro valore medio nel periodo 2007-2022 è pari al 43 per cento per i beni e al 10 per cento per i servizi.

<sup>6</sup> Cfr. il riquadro 2 *Il ruolo degli effetti delle riaperture nei diversi paesi e settori* nel numero 6/2023 di questo Bollettino, il riquadro 4 *La politica monetaria e il recente rallentamento del settore manifatturiero e dei servizi* nel numero 8/2023 di questo Bollettino e 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.

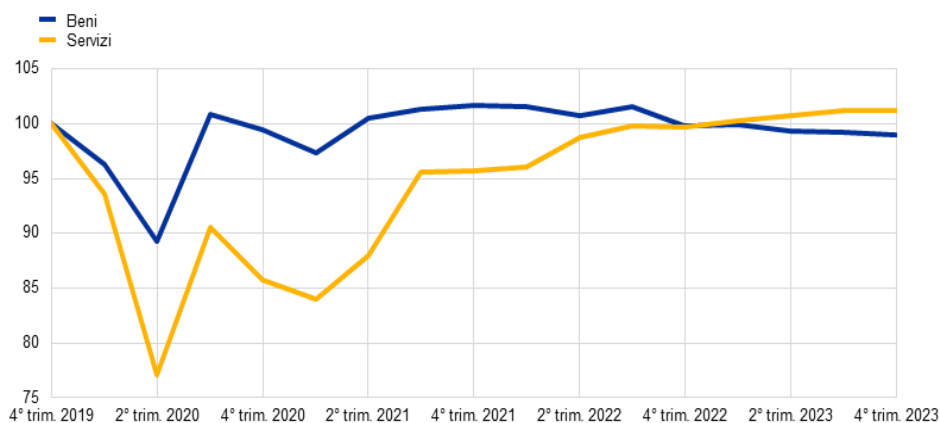
<sup>7</sup> Cfr. le *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024* pubblicate sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2024.

famiglie rispetto ai servizi. Insieme al rallentamento del decumulo delle scorte, ciò dovrebbe determinare una più elevata intensità di importazioni nelle componenti della domanda.

### Grafico D

#### Consumi privati in termini reali nell'area dell'euro

(indice: 4° trim. 2019 = 100)



Fonte: Eurostat.

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

## Quanto grava l'onere abitativo sulle famiglie? Evidenze dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori

a cura di Omiros Kouvas e Desislava Rusinova

**Negli ultimi trimestri le famiglie dell'area dell'euro hanno dovuto far fronte a costi abitativi più elevati, compresi quelli dei mutui.** Secondo l'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, negli anni successivi alla diffusione della pandemia di COVID-19 e nel contesto dell'impennata dei prezzi dell'energia, le famiglie negli undici maggiori paesi dell'area dell'euro hanno registrato un aumento dei costi abitativi, comprese le spese per affitti o interessi sui mutui più elevati, la manutenzione dell'abitazione e le utenze domestiche (come gas, elettricità e acqua)<sup>1</sup>. Il pannello a) del grafico A mostra la dinamica dell'onere complessivo mensile connesso alle abitazioni per proprietari a pieno titolo, affittuari e debitori ipotecari. A gennaio 2024 le famiglie pagavano in media 765 euro al mese in termini di costi abitativi totali, compresi le utenze domestiche, la manutenzione dell'abitazione e i costi per l'affitto o il mutuo. Nel periodo compreso tra luglio 2022 (inizio del ciclo di rialzi dei tassi di interesse) e gennaio 2024, i costi abitativi medi riportati nell'indagine sulle aspettative dei consumatori hanno registrato un aumento cumulato di circa il 10,2 per cento, a fronte di un incremento cumulato dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) del 5,5 per cento. Inoltre, è aumentata la dispersione dei costi abitativi mensili per ciascuna tipologia di proprietà. In particolare, per i debitori ipotecari, i costi più elevati sembrano essere determinati dall'estremo superiore della distribuzione, mentre il costo per l'estremo inferiore rimarrebbe relativamente costante. Tale maggiore dispersione potrebbe indicare effetti eterogenei tra i debitori ipotecari, ossia mentre le famiglie con mutui a tasso fisso in essere non hanno ancora risentito in misura significativa dell'inasprimento della politica monetaria della BCE e dei successivi aumenti dei tassi di interesse, le famiglie che contraggono nuovi prestiti o che rinnovano o rifinanziano i mutui esistenti stanno già affrontando un aumento dei pagamenti per i tassi di interesse.

### **I costi abitativi variano a seconda della tipologia di titolo abitativo e del paese.**

Il pannello b) del grafico A mostra la variazione percentuale dei costi abitativi tra luglio 2022 e gennaio 2024 per tutte e tre le categorie di famiglie, ossia proprietari a pieno titolo, debitori ipotecari e affittuari. I costi complessivi sono aumentati di circa il 6 per cento per i proprietari a pieno titolo, ma del 12 e del 9 per cento per i debitori ipotecari e gli affittuari, rispettivamente. In ciascun caso sono in gioco diversi fattori: a) per i proprietari a pieno titolo, la variazione è determinata dall'aumento dei costi di manutenzione dell'abitazione, sebbene i costi per le utenze domestiche siano lievemente diminuiti a seguito della recente moderazione dei prezzi dell'energia dopo l'impennata registrata nel corso del 2022; b) per i debitori ipotecari, la principale determinante è stata l'aumento dei pagamenti del mutuo, riconducibile a tassi di interesse più elevati sui mutui a tasso variabile esistenti e, in misura più

<sup>1</sup> Per informazioni generali sull'indagine sulle aspettative dei consumatori, cfr. "ECB Consumer Expectations Survey: overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, n. 287, BCE, dicembre 2021.

marcata, sui prestiti nuovi, rinnovati e rifinanziati; e c) per gli affittuari, i costi hanno seguito in larga misura l'andamento degli affitti, nonché la tendenza dei prezzi delle utenze domestiche, a causa della minore flessibilità nell'assorbimento delle spese impreviste da parte degli affittuari stessi<sup>2,3</sup>. Per quanto riguarda i singoli paesi dell'area dell'euro, il pannello c) del grafico A mostra l'esistenza di una significativa eterogeneità tra paesi in termini di costi abitativi e che la differenza tra i costi al netto dei pagamenti dei mutui e quelli che li includono è considerevole, soprattutto per paesi come l'Italia e la Spagna, che tendono ad avere una quota più elevata di mutui a tasso variabile.

---

<sup>2</sup> Per maggiori informazioni sul diverso impatto dei prezzi delle utenze domestiche sulle tipologie di titolo abitativo, cfr. ad esempio Carliner, M., "[Reducing Energy Costs in Rental Housing — The Need and the Potential](#)", *Research Brief*, vol. 13, numero 2, Joint Center for Housing Studies of Harvard University, dicembre 2013.

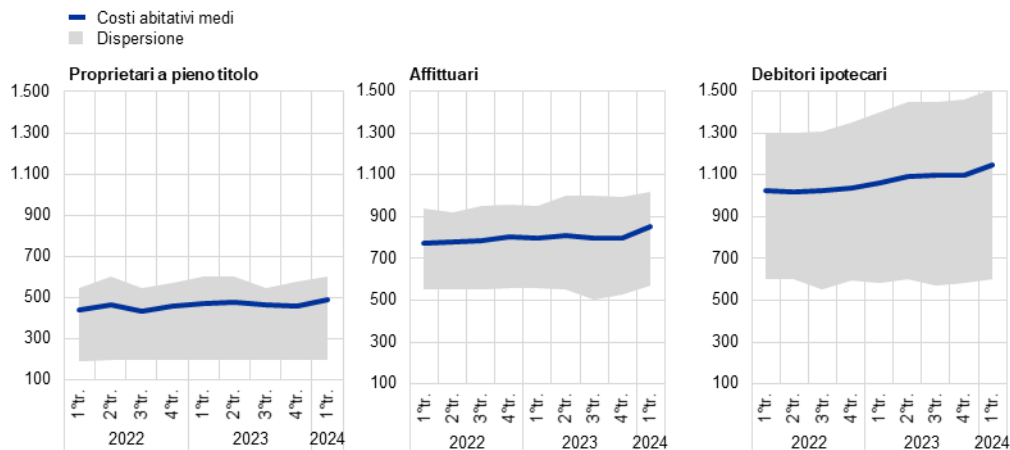
<sup>3</sup> I costi del mutuo rappresentano una quota considerevole del costo d'uso dell'abitazione e il loro aumento è connesso alle recenti variazioni dei tassi di interesse. L'aumento del costo d'uso dell'abitazione è tuttavia associato anche al protratto calo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale (cfr. il riquadro 4 *Investimenti nell'edilizia residenziale e costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

## Grafico A

### Costi abitativi medi

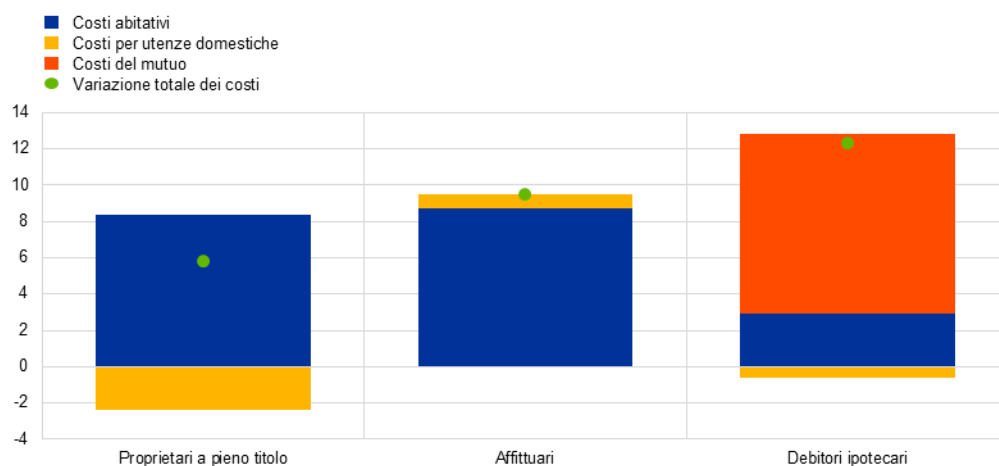
#### a) Per tipologia di titolo abitativo nel tempo

(costi mensili in euro)



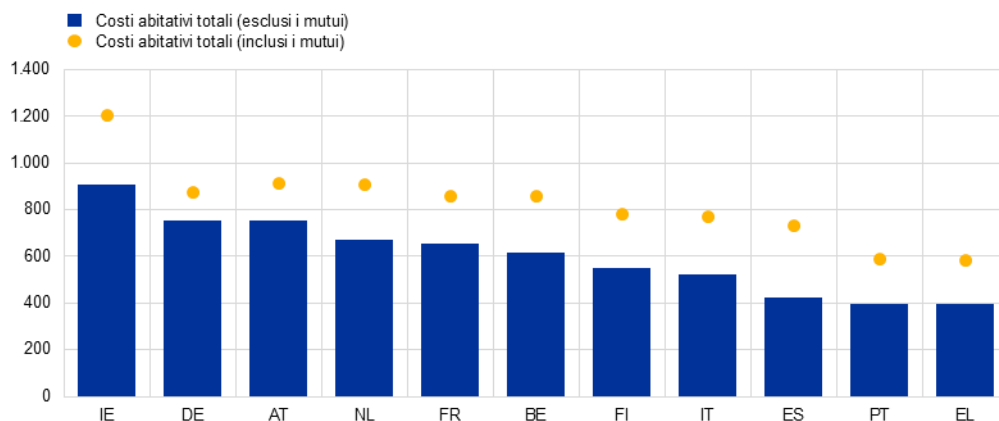
#### b) Variazione cumulata tra luglio 2022 e gennaio 2024

(variazioni percentuali; contributi in punti percentuali)



#### c) Per paese a gennaio 2024

(costi mensili in euro)



---

Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: i calcoli si basano su stime ponderate. I costi abitativi complessivi medi comprendono quelli per la manutenzione dell'abitazione e le utenze domestiche, unitamente ai canoni di locazione per le famiglie in affitto o ai rimborsi del debito per il mutuo; tali costi sono winsorizzati per ciascuna tipologia di titolo abitativo. Si assume che per i debitori ipotecari il rimborso del debito consista principalmente nel pagamento del capitale e degli interessi sul mutuo. Nel pannello b) i costi abitativi comprendono la manutenzione dell'abitazione e, per gli affittuari, anche l'affitto. Nel pannello c) i paesi sono ordinati in base ai costi abitativi in ordine decrescente.

**Dal 2022 la crescita del reddito nominale delle famiglie ha ampiamente compensato l'aumento dei costi abitativi, pertanto il rapporto fra questi ultimi e il reddito è rimasto relativamente stabile.** L'indice dei costi abitativi, definito

come il rapporto tra i costi abitativi totali e il reddito disponibile, è rimasto complessivamente invariato dall'inizio del 2022. Il pannello a) del grafico B mostra che ciò vale in larga misura per tutte le categorie, ossia i proprietari a pieno titolo, gli affittuari e i debitori ipotecari. I costi abitativi assorbono circa il 20 per cento del reddito disponibile dei proprietari a pieno titolo, il 40 per cento di quello degli affittuari e il 35 per cento di quello dei debitori ipotecari. Ciò nonostante, il dato varia a seconda delle fasce di reddito: l'indice dei costi abitativi è leggermente aumentato per il 20 per cento dei percettori di reddito più elevato tra le famiglie con mutuo e quelle in affitto, ma è rimasto piuttosto stabile per il 50 per cento dei percettori di reddito più basso. Tale differenza riflette, da un lato, il fatto che le famiglie a più alto reddito hanno maggiori probabilità di contrarre mutui e in genere lo fanno per importi maggiori, dall'altro, il fatto che le famiglie a più basso reddito hanno registrato una crescita superiore del proprio reddito, il che è forse da attribuirsi in parte alle recenti misure a sostegno del reddito attuate dai maggiori governi dell'area dell'euro<sup>4</sup>. Come mostra il pannello b) del grafico B, l'inclusione dei costi del mutuo come fattore contribuisce in modo sostanziale all'onere medio legato all'abitazione.

---

<sup>4</sup> Cfr. il riquadro 5 *Una panoramica sulla misurazione del reddito delle famiglie* nel numero 8/2023 di questo Bollettino.



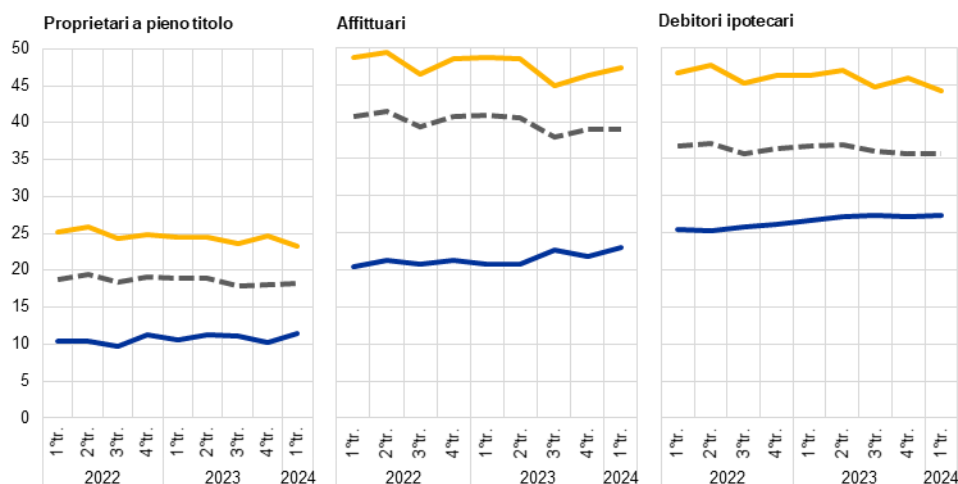
## Grafico B

### Rapporto tra costo abitativo e reddito

#### a) Per tipologia di titolo abitativo nel tempo

(valori percentuali)

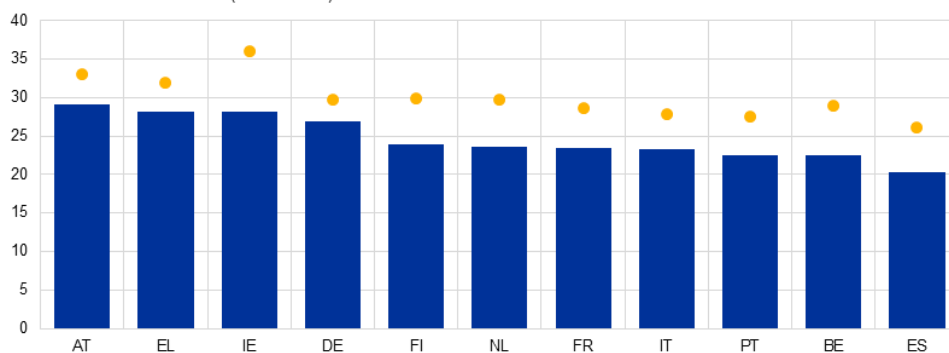
- 20% più alto
- 50% più basso
- Valore medio



#### b) Per paese a gennaio 2024

(valori percentuali)

- Indice dei costi abitativi (esclusi i mutui)
- Indice dei costi abitativi (inclusi i mutui)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice dei costi abitativi è calcolato a livello di microdati per ciascuna famiglia dividendo il costo abitativo per il reddito disponibile; l'indice medio dei costi abitativi delle famiglie è poi determinato per ciascuna tipologia di titolo abitativo per ciascun paese. I paesi sono mostrati in base al valore dell'indice dei costi abitativi in ordine decrescente.

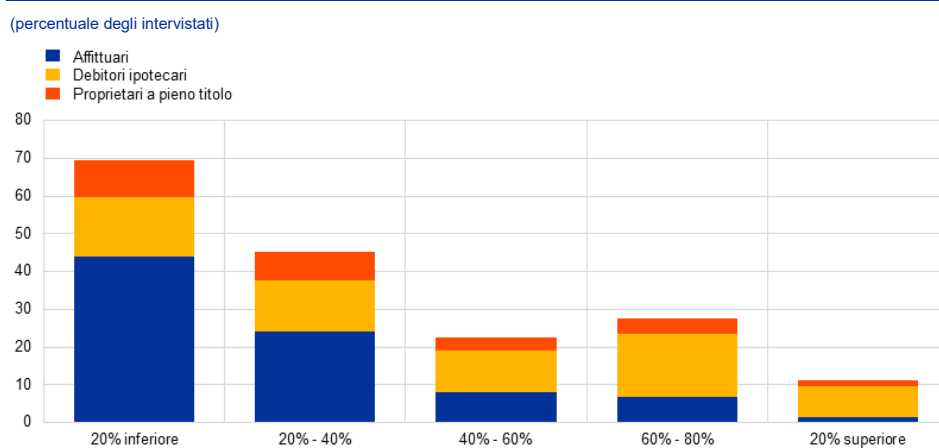
#### Tra le fasce reddituali più basse, gran parte delle famiglie è eccessivamente gravata dai costi abitativi.

Secondo la definizione dell'Eurostat, le famiglie sopportano un carico eccessivo se i costi totali da queste sostenuti per l'abitazione superano il 40 per cento del proprio reddito disponibile. Il grafico C riporta le percentuali di famiglie soggette a un carico eccessivo per gli undici paesi dell'area dell'euro inclusi nell'indagine sulle aspettative dei consumatori, ripartite per quintile di reddito e tipologia di titolo abitativo. Le percentuali variano notevolmente a seconda della categoria di reddito. Nel quintile di reddito più basso, oltre il 60 per cento delle famiglie è eccessivamente gravato dai costi abitativi, in particolare le famiglie in affitto. Sebbene la quota di famiglie soggette a un carico eccessivo nei quintili di

reddito più elevati sia notevolmente inferiore, essa comprende circa il 45 per cento delle famiglie nel secondo quintile di reddito e oltre il 20 per cento di quelle nel terzo quintile. Le famiglie “soggette a un carico eccessivo” con un reddito più elevato sono per lo più debitori ipotecari che incontrano difficoltà nel pagare i costi del mutuo. È interessante notare che la percentuale di famiglie eccessivamente gravate dai costi abitativi nel quarto quintile di reddito è più elevata che nel terzo, per effetto dei debitori ipotecari. Ciò potrebbe riflettere il fatto che, nel contesto di bassi tassi di interesse del passato, tali famiglie hanno contratto mutui in misura sproporzionata rispetto al proprio reddito.

### Grafico C

Percentuale di famiglie soggette a un carico eccessivo per quintile di reddito a gennaio 2024



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, elaborazioni di Eurostat e della BCE.  
 Note: i calcoli si basano su stime ponderate. L'indice di eccessiva onerosità è la quota di famiglie con costi abitativi superiori al 40 per cento del proprio reddito disponibile ed è calcolata per tutte e tre le tipologie di titolo abitativo. La quota di famiglie soggette a un carico eccessivo per ciascuna tipologia viene quindi cumulata per ottenere la corrispondente quota totale di famiglie eccessivamente gravate per quintile di reddito.

**Negli ultimi mesi un maggior numero di famiglie, e in particolare quelle a più basso reddito, ha indicato di prevedere che effettuerà in ritardo i pagamenti dell'affitto o del mutuo e/o delle utenze domestiche.** Considerati gli effetti presenti e futuri dell'aumento dei tassi di interesse e della perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione, la capacità delle famiglie di far fronte ai costi per l'abitazione e ai pagamenti del mutuo è fonte di preoccupazione, soprattutto per le famiglie a basso reddito. Negli ultimi anni, circa il 5-10 per cento delle famiglie a basso reddito ha dichiarato di aver effettuato il pagamento tardivo dell'affitto o del mutuo e/o delle utenze domestiche nei tre mesi precedenti (cfr. il pannello a) del grafico D). Tale percentuale è rimasta relativamente stabile nel tempo, sebbene sia lievemente diminuita nel primo trimestre del 2024. Per contro, l'indicatore prospettico del rischio di ritardo nei pagamenti, misurato dalla percentuale di famiglie che prevedono ritardi nei pagamenti nei prossimi tre mesi, è aumentato notevolmente tra le famiglie a più basso reddito. Nel primo trimestre del 2024 la percentuale di famiglie che prevedono ritardi nei pagamenti delle utenze domestiche o dell'affitto è salita a oltre il 20 per cento, dal 15 per cento circa del 2023, ed è quasi raddoppiata al 30 per cento per quanto riguarda i pagamenti in ritardo del mutuo.

**Gli indici dei costi abitativi sono correlati positivamente con la frequenza dei pagamenti in ritardo e la correlazione più elevata si osserva per le famiglie con mutuo e per quelle in affitto.** I rapporti tra costi abitativi medi e reddito differiscono notevolmente da un paese all'altro, così come la frequenza dei ritardi di pagamento per le famiglie con diverso titolo abitativo. La correlazione, tuttavia, è forte per tutte le categorie di proprietà (cfr. il pannello b) del grafico D). L'aumento del rischio di ritardi nei pagamenti a causa dell'incremento dei costi abitativi è il più elevato per gli affittuari, i quali presentano anche i valori medi più alti per quanto riguarda l'indice dei costi abitativi e la probabilità di ritardi nei pagamenti. Per quanto concerne gli affittuari, qualsiasi variazione di uno degli indicatori, che tende a essere più frequente per le famiglie a basso reddito, deve essere monitorata con attenzione, dal momento che ciò potrebbe avere importanti conseguenze sia sui comportamenti di consumo sia sull'indebitamento delle famiglie.

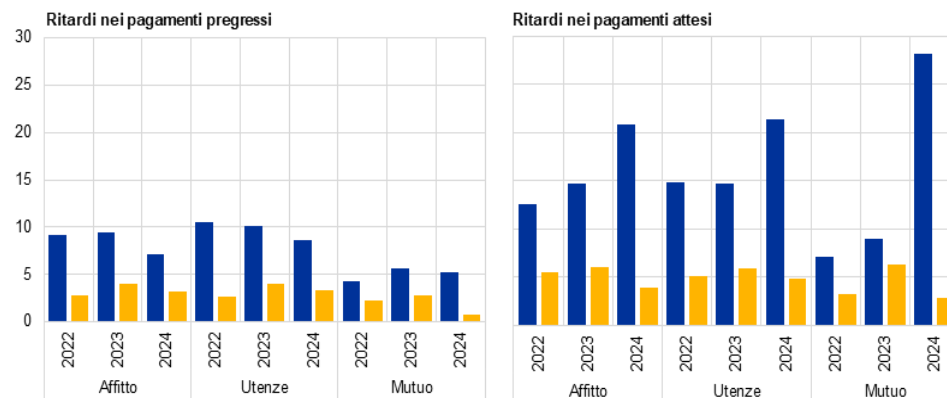
## Grafico D

### Ritardi nei pagamenti

#### a) Per tipo di pagamenti in ritardo nel tempo

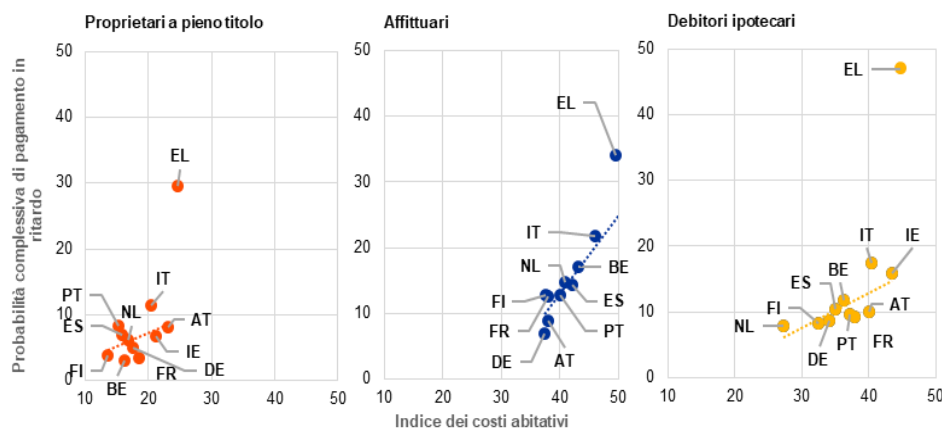
(in percentuale degli intervistati in base al reddito)

■ 50% inferiore  
■ 20% superiore



#### b) Per tipologia di titolo abitativo nei vari paesi

(in percentuale degli intervistati; in percentuale del reddito)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori, elaborazioni di Eurostat e della BCE.

Note: i calcoli si basano su stime ponderate. Nel pannello a) l'indice dei costi abitativi si riferisce alla somma delle categorie di costo pertinenti (ossia affitto o mutuo, utenze domestiche e manutenzione dell'abitazione) per ciascuna tipologia di titolo abitativo divisa per il reddito disponibile delle famiglie. L'indicatore dei ritardi nei pagamenti assume un valore pari a uno se una famiglia ha effettuato un pagamento in ritardo negli ultimi tre mesi in almeno una delle categorie di costo. L'indicatore del ritardo atteso nei pagamenti assume un valore pari a uno se una famiglia prevede di effettuare pagamenti in ritardo nei prossimi tre mesi in almeno una delle categorie di costo. I valori per gli anni 2022 e 2023 sono medie annue, mentre il valore per il 2024 si riferisce solo a gennaio. Nel pannello b) l'indice dei costi abitativi si riferisce al rapporto medio tra i costi abitativi totali e il reddito disponibile delle famiglie per la rispettiva tipologia di titolo abitativo, calcolato a livello di microdati. La Grecia è esclusa dalle linee di regressione.

## Investimenti nell'edilizia residenziale e costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro

a cura di Niccolò Battistini e Johannes Gareis

**Gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro, considerata nel suo insieme, hanno registrato un calo significativo rispetto al picco raggiunto dopo la pandemia.** Gli investimenti nell'edilizia residenziale nell'area dell'euro sono diminuiti del 4 per cento circa tra il primo trimestre del 2022 e il quarto trimestre del 2023: il calo è stato particolarmente pronunciato in Germania e Francia, mentre si è osservato un aumento in Spagna, di lieve entità, e in Italia, di entità significativa. La flessione nell'area dell'euro è stata preceduta da un brusco incremento dei costi di costruzione durante la pandemia e da un rialzo rilevante dei tassi a lungo termine privi di rischio, registrato dall'inizio del recente ciclo di inasprimento della politica monetaria, a partire dalla fine del 2021. L'innalzamento dei tassi di interesse è stato altresì accompagnato da un irrigidimento degli standard di concessione del credito bancario, che, a sua volta, ha contribuito al rialzo dei tassi sui mutui ipotecari e al rallentamento dei flussi di credito. A causa di tali dinamiche, a cui si è poi aggiunto il calo dei prezzi delle abitazioni, i proprietari di immobili residenziali hanno dovuto far fronte a un costo della vita implicito maggiore, misurato in termini di "costo d'uso delle abitazioni". L'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e la diminuzione dei prezzi delle abitazioni sembrano registrare un rallentamento, o perfino una parziale inversione di tendenza, rendendo incerta l'evoluzione degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nel prossimo futuro. Il presente riquadro si prefigge di fare luce su quest'aspetto, analizzando l'attuale livello di tali investimenti nell'area dell'euro mediante una misura innovativa del costo d'uso delle abitazioni<sup>1</sup>.

**Il costo d'uso delle abitazioni rappresenta una determinante fondamentale degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale<sup>2</sup>.** L'accessibilità economica degli alloggi può essere misurata dal costo del capitale che un proprietario investe nella propria abitazione, vale a dire il costo d'uso delle abitazioni<sup>3</sup>. Tale misura corrisponde al costo opportunità di vivere in un alloggio di proprietà rispetto al fruire di altri beni e servizi di consumo (presenti o futuri), che rappresenta una

<sup>1</sup> Per una trattazione dei costi abitativi sulla base delle evidenze desunte dall'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE, cfr. il riquadro 3 *Quanto grava l'onere abitativo sulle famiglie? Evidenze dall'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori* in questo numero del Bollettino.

<sup>2</sup> Poiché il costo d'uso delle abitazioni determina l'"affitto imputato", cioè quello che la famiglia dovrebbe pagare se visse in affitto nella casa che occupa, nell'ultimo riesame della strategia della BCE è stato anche considerato come possibile misura dell'indice dei prezzi delle abitazioni di proprietà, in un'ottica di miglioramento dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Tuttavia, i costi relativi alle abitazioni di proprietà non sono stati considerati adeguati, principalmente a causa dell'inclusione della spesa per interessi, che determinerebbe un collegamento diretto con i tassi di riferimento della BCE. Per ulteriori dettagli, cfr. "Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review", *Occasional Paper Series*, n. 265, BCE, settembre 2021 e l'articolo 1 *Abitazioni di proprietà e misurazione dell'inflazione* nel numero 1/2022 di questo Bollettino.

<sup>3</sup> L'accessibilità economica delle abitazioni spesso viene misurata anche dalle spese a carico delle famiglie per finanziare l'alloggio, che rappresenta una definizione più restrittiva di accessibilità rispetto al costo d'uso delle abitazioni. Per un confronto tra i due concetti, cfr. Haffner, M. e Heylen, K., "User Costs and Housing Expenses. Towards a more Comprehensive Approach to Affordability", *Housing Studies*, vol. 26, numero 4, 2011, pagg. 593-614.

determinante di rilievo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale<sup>4</sup>. Il costo d'uso delle abitazioni di norma è espresso in percentuale del valore dell'alloggio e comprende sia i costi sia i benefici compensativi. Tra questi figurano: a) interessi passivi sui mutui ipotecari, che misurano il costo del servizio del debito per finanziare l'alloggio; b) mancato guadagno, che misura gli utili non realizzati derivanti dall'investimento in beni non abitativi; c) plusvalenze attese, che rispecchiano la riduzione dei costi in ragione dell'atteso aumento di valore della casa; d) rapporto prestito/valore (Loan-to-Value, LTV), che determina il peso relativo del costo del servizio del debito contro il mancato guadagno; e) imposte nette, incluse quelle sulla proprietà immobiliare, nonché le detrazioni fiscali sul servizio del debito e la tassazione del mancato guadagno; f) altre voci, tra cui spese per manutenzione e riparazione, svalutazione e premi per il rischio<sup>5</sup>. Raggruppando le voci d), e) ed f), il costo d'uso delle abitazioni cresce all'aumentare delle seguenti voci: costi di servizio del debito, mancato guadagno, perdite di capitale attese, oppure oneri fiscali (netti) e altre spese, riducendo così l'importo che le famiglie potrebbero voler investire in una casa di proprietà. In sintesi, il costo d'uso delle abitazioni offre una misura estesa delle spese derivanti dal vivere in un alloggio di proprietà, oltre a riflettere il consumo di servizi abitativi, fattore alla base della decisione di una famiglia di investire nell'acquisto di una casa di proprietà.

<sup>4</sup> Un'altra determinante di rilievo degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale è la "Q" di Tobin, che viene definita come il valore di mercato delle abitazioni rispetto al loro costo di sostituzione. Per un riferimento classico del costo d'uso delle abitazioni, cfr. Poterba, J., "Tax Subsidies to Owner-occupied Housing: An Asset Market Approach", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 99, numero 4, 1984, pagg. 729-752. Per la definizione della Q di Tobin, cfr. Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n. 1, 1969, pagg. 15-29.

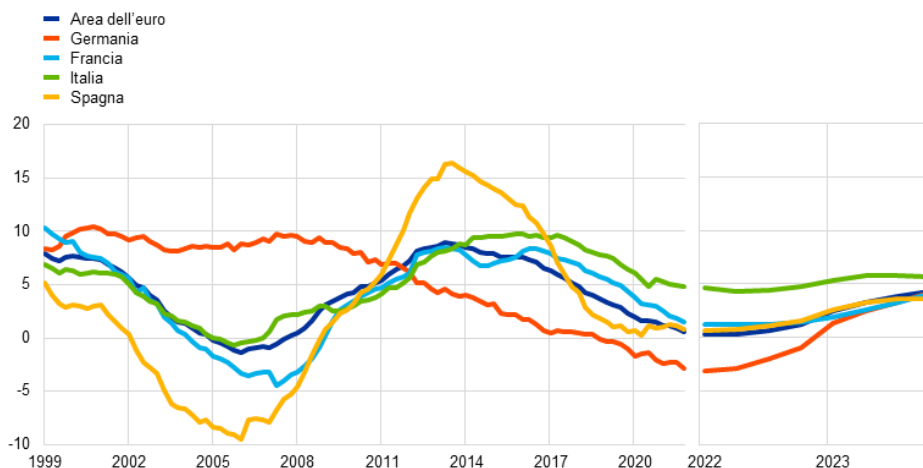
Per un'applicazione empirica della Q di Tobin al mercato dell'edilizia residenziale, cfr. il riquadro "Evaluating housing market risks using a combined demand-supply framework", *Macprudential Bulletin*, numero 23, BCE, 2023.

<sup>5</sup> Il costo d'uso delle abitazioni  $\omega$  viene formalmente calcolato come segue:  $\omega = [\lambda(1 - \tau^M)r^M + (1 - \lambda)(1 - \tau^I)r^F - \pi^e + \kappa](1 + \tau^T)$ , dove  $\lambda$  indica il rapporto prestito/valore,  $\tau^M$  il tasso di deducibilità fiscale dei mutui ipotecari,  $r^M$  il tasso dei mutui ipotecari,  $\tau^I$  l'aliquota d'imposta applicabile ai redditi derivanti da pagamenti di interessi,  $r^F$  il tasso relativo a un investimento alternativo,  $\pi^e$  le plusvalenze attese,  $\tau^T$  l'aliquota dell'imposta di registro e  $\kappa$  altre voci, tra cui l'aliquota dell'imposta ricorrente sugli immobili, le spese di manutenzione, la svalutazione e i premi per il rischio. Nel presente riquadro si impiegano i dati trimestrali relativi ai tassi di interesse bancari sui nuovi mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni per misurare  $r^M$ , i tassi OIS a dieci anni dell'area dell'euro per ottenere  $r^F$  e la media mobile su cinque anni della crescita sul periodo corrispondente dei prezzi delle abitazioni per calcolare  $\pi^e$ . Questi dati sono integrati da informazioni sulle aliquote fiscali e sulle caratteristiche strutturali dell'edilizia residenziale e del finanziamento delle abitazioni tratte dall'[EU Science Hub](#) (cfr. Barrios, S., Denis, C., Ivaškaitė-Tamošiūnė, V., Reut, A. e Torres, E.V., "Housing taxation: a new database for Europe", *JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms*, n. 08, Commissione europea, 2019). Per le plusvalenze attese si considera un periodo di cinque anni, che rispecchia la tendenza delle famiglie a estrapolare la recente inflazione degli immobili residenziali alle aspettative future. Cfr. Muellbauer, J., "When is a Housing Market Overheated Enough to Threaten Stability?", Reserve Bank of Australia, RBA Annual Conference Volume – 2012, in *Property Markets and Financial Stability*, pagg. 73-105.

## Grafico A

### Costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Barrios et al. (op. cit.), Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: il costo d'uso delle abitazioni per l'area dell'euro rappresenta la media ponderata delle misure dei costi a livello nazionale, utilizzando come fattore di ponderazione la ricchezza immobiliare delle famiglie.

**Nel corso degli ultimi due anni il costo d'uso delle abitazioni è cresciuto in misura significativa in tutta l'area dell'euro, principalmente a causa dell'aumento del costo del servizio del debito.** Il costo d'uso delle abitazioni ha

mostrato evidenti oscillazioni nell'area dell'euro dal 1999, raggiungendo un minimo storico all'inizio della crisi finanziaria mondiale nel 2007-2008 e un picco alla fine della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro nel 2010-2012 (cfr. il grafico A).

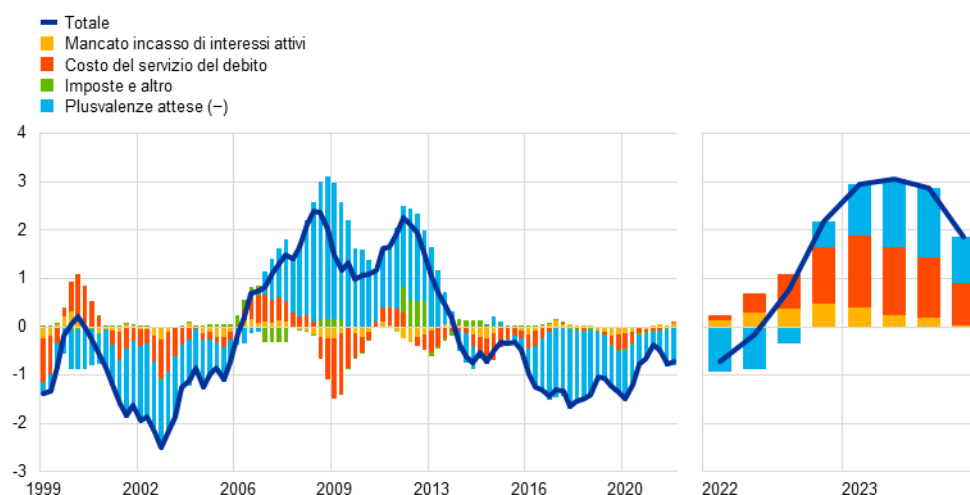
Dopo la prolungata flessione, che ha fatto seguito alla crisi del debito sovrano, il costo d'uso delle abitazioni è aumentato in misura rilevante durante il recente periodo di inasprimento della politica monetaria. A livello nazionale, l'incremento è stato particolarmente marcato in Germania. Quanto alle determinanti, le oscillazioni del costo d'uso delle abitazioni derivano in larga misura dalle variazioni delle plusvalenze attese (cfr. il pannello a) del grafico B). Tuttavia, il recente rialzo è stato determinato per lo più dal costo di servizio del debito più elevato, in linea coi precedenti episodi di marcate variazioni dei tassi di interesse di politica monetaria. In Francia, Italia e Spagna il fattore più determinante è stato l'aumento del costo di servizio del debito, mentre in Germania sono più rilevanti le minusvalenze attese, che rispecchiano il calo relativamente brusco dei prezzi delle abitazioni dall'inizio del recente inasprimento della politica monetaria (cfr. il pannello b) del grafico B).

## Grafico B

### Determinanti del costo d'uso delle abitazioni

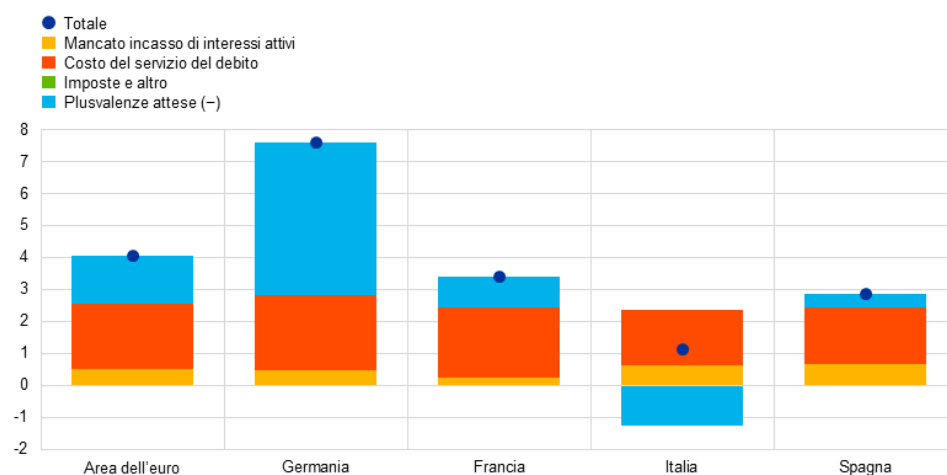
#### a) Variazioni del costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro

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



#### b) Variazioni recenti del costo d'uso delle abitazioni nell'area dell'euro e nelle sue quattro maggiori economie

(variazioni tra il 1° trim. del 2022 e il 4° trim. del 2023, punti percentuali e contributi in punti percentuali)



Fonti: Barrios et al. (op. cit.), Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: le plusvalenze attese compensano altri costi abitativi e sono pertanto incluse nel costo d'uso delle abitazioni con un segno negativo.

**In questa sede si impiega un modello empirico al fine di mettere in relazione il livello degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale con il costo d'uso delle abitazioni.** Un modello di regressione lineare evidenzia il legame tra il livello degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e i valori contemporanei e ritardati del costo d'uso delle abitazioni, nonché il livello ritardato del patrimonio immobiliare a uso abitativo. Il modello rispecchia, pertanto, la relazione esistente in termini storici tra gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e il costo d'uso delle abitazioni; i valori ritardati del costo d'uso delle abitazioni consentono la reazione graduale da parte delle famiglie alle variazioni dei costi abitativi e la modellizzazione di frizioni sul mercato, quali la carenza di terreni edificabili o



l'eccessiva burocrazia<sup>6</sup>. Se la previsione ottenuta attraverso il modello corrisponde al livello effettivo di investimenti nel settore dell'edilizia residenziale, le relative variazioni possono essere messe in relazione con quelle del costo d'uso delle abitazioni e i fattori che lo influenzano. Tuttavia, un temporaneo scostamento degli investimenti dalle previsioni del modello potrebbe dipendere da altre ragioni e non comparire in modo esplicito nel modello stesso. Ciononostante, gli investimenti in edilizia residenziale dovrebbero adattarsi gradualmente al valore desunto dal costo d'uso delle abitazioni, dato che ci si attende una correzione di eventuali scostamenti significativi col passare del tempo<sup>7</sup>.

**Alla fine del 2023 gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro si sono mantenuti al di sopra del livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni, nonostante il calo rilevante osservato nel 2022-2023.** In base ai

risultati per l'area dell'euro, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale e i valori previsti dal modello del costo d'uso mostrano una chiara correlazione positiva, a conferma del fatto che il costo d'uso delle abitazioni rappresenta una determinante di rilievo degli investimenti in edilizia residenziale (cfr. il pannello a) del grafico C). Prima della crisi finanziaria mondiale gli investimenti in edilizia residenziale hanno superato il livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni, per poi scendere al di sotto del livello suggerito dal modello, rispecchiando il ciclo caratterizzato da forte ascesa e repentino calo (boom-bust) di tali investimenti in questo periodo<sup>8</sup>. Nella fase di ripresa successiva alla crisi del debito sovrano gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale hanno sostanzialmente seguito le previsioni del modello, mentre dopo la pandemia ne hanno superato il livello in misura significativa, possibilmente perché a seguito dell'emergenza sanitaria le famiglie hanno modificato le proprie preferenze in materia di abitazioni<sup>9</sup>. Alla fine del 2023 gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro superavano ancora in misura maggiore al 4 per cento il livello previsto dal modello, nonostante fossero già diminuiti notevolmente. A livello nazionale, tali investimenti in Italia nel quarto trimestre del 2023 erano significativamente al di sopra del livello desunto dal modello, probabilmente a causa dei generosi incentivi fiscali legati al Superbonus, che nel quarto trimestre del 2023 ha determinato un picco senza precedenti degli investimenti in edilizia residenziale, ma che non è rilevato dal costo d'uso (cfr. il

---

<sup>6</sup> Al fine di evitare una selezione mirata del numero di valori ritardati del costo d'uso delle abitazioni, il modello è stimato mediante una regolarizzazione elastica netta che attribuisce una penalità ai coefficienti attraverso una verifica incrociata. Inoltre, il modello assegna un valore di ponderazione pari a zero alle osservazioni riferite al secondo trimestre del 2020, quando gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro hanno registrato una marcata flessione a causa delle restrizioni legate alla pandemia. Cfr. Coulombe P.G., Leroux, M., Stevanovic, D. e Surprenant, S., "How is machine learning useful for macroeconomic forecasting?", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, numero 5, 2022, pagg. 920-964.

<sup>7</sup> Cfr. anche Kopcke, R.W., "The determinants of business investment: has capital spending been surprisingly low?", *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, 1993, pagg.3-31.

<sup>8</sup> A livello nazionale, tale ciclo boom-bust risulta particolarmente evidente nelle stime relative alla Spagna, dove gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nel 2007 hanno superato il livello desunto dal modello sul costo d'uso in una misura notevolmente superiore rispetto alle altre grandi economie dell'area dell'euro e il successivo calo è stato più marcato rispetto a tale livello.

<sup>9</sup> Per una valutazione degli andamenti del mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia, cfr. l'articolo 3 *Il mercato dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro durante la pandemia di COVID-19* nel numero 7/2021 di questo Bollettino.

pannello b) del grafico C)<sup>10</sup>. Per contro, tali investimenti nello stesso periodo in Germania e Spagna erano sostanzialmente in linea con la previsione del modello, mentre in Francia erano inferiori a questo livello<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Il Superbonus offre detrazioni fiscali temporanee per spese relative a ristrutturazioni con interventi di efficienza energetica e di misure antisismiche sugli edifici abitativi. Introdotto nel 2020, è stato modificato più volte e dall'inizio del 2024 è soggetto a revoca graduale. Cfr. ["La dimensione economica del superbonus"](#), *Documentazione parlamentare*, Camera dei deputati, ottobre 2023. In considerazione della natura transitoria e vincolata a determinati requisiti di efficienza energetica, il presente riquadro assume che il costo d'uso delle abitazioni in Italia non sia condizionato da tale misura, coerentemente con le informazioni disponibili nella sezione relativa alle imposte sulle abitazioni della base dati EU Science Hub. Escludendo l'Italia, gli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale nell'area dell'euro nel quarto trimestre del 2023 sarebbero più prossimi, benché comunque lievemente superiori, al livello desunto dal modello del costo d'uso.

<sup>11</sup> Mentre il livello degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale desunto dal costo d'uso delle abitazioni non è variato durante la pandemia, gli investimenti effettivi hanno mostrato ampie oscillazioni tra le maggiori economie dell'area dell'euro, in base alla tempistica e alla relativa severità delle misure di contenimento. L'attività edilizia è stata, infatti, temporaneamente sospesa in Francia, Italia e Spagna, mentre in Germania è stato possibile proseguirla. Cfr., ad esempio, lo studio ["Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries"](#), *Parlamento europeo*, marzo 2021.

## Grafico C

### Investimenti in edilizia residenziale e livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni

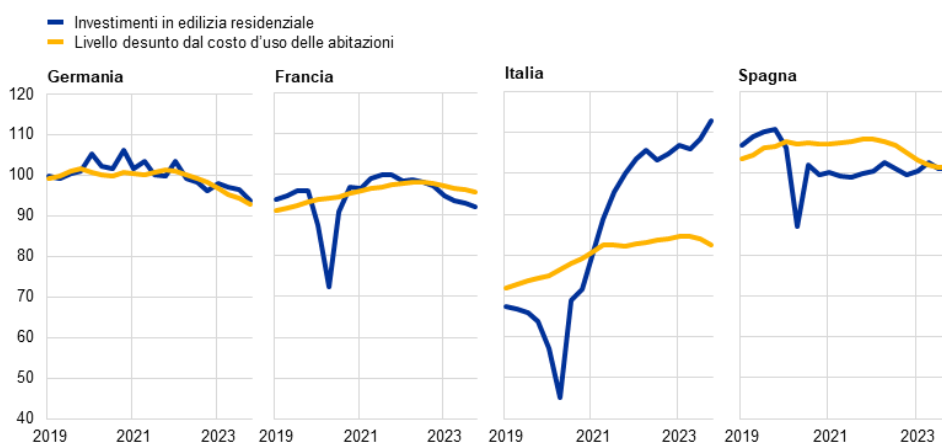
#### a) Investimenti in edilizia residenziale e previsioni desunte dal modello per l'area dell'euro

(4° trim. 2021 = 100)



#### b) Investimenti in edilizia residenziale e previsioni desunte dal modello per le quattro maggiori economie dell'area dell'euro

(4° trim. 2021 = 100)



Fonti: Barrios et al. (op. cit.), Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

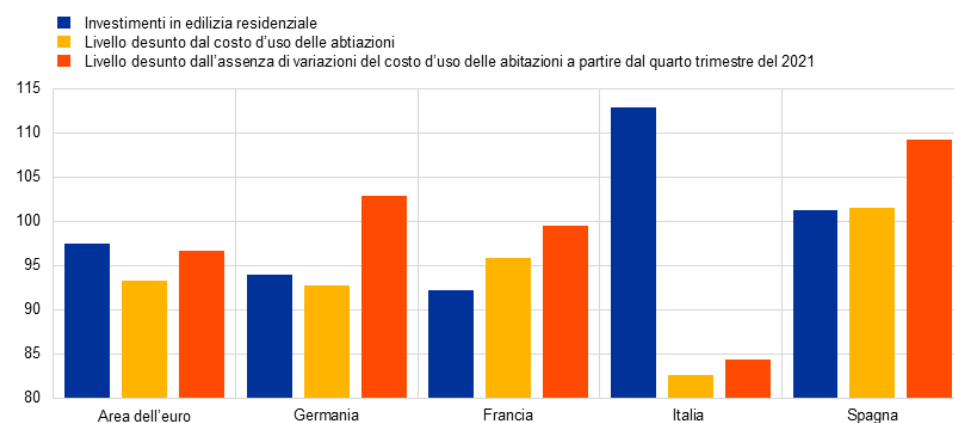
Nota: il livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni corrisponde al livello che risulta dalla previsione ottenuta da un modello di regressione lineare relativo al livello logaritmico degli investimenti in edilizia residenziale rispetto a vari valori ritardati del costo d'uso delle abitazioni e al livello logaritmico ritardato del patrimonio immobiliare a uso abitativo per il periodo compreso tra il primo trimestre del 1999 e il quarto trimestre del 2023.

**Uno scenario controfattuale per il costo d'uso delle abitazioni mostra gli effetti frenanti che il recente orientamento restrittivo della politica monetaria esercita sugli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale.** Lo scenario controfattuale assume che il costo d'uso delle abitazioni rimanga costante a partire dal quarto trimestre del 2021, all'inizio del ciclo di inasprimento della politica monetaria. Pertanto, il costo d'uso delle abitazioni non è influenzato dal recente irrigidimento dell'orientamento di politica monetaria né direttamente, attraverso i tassi di interesse, in particolare quelli sui mutui ipotecari, né indirettamente, attraverso il calo della

crescita dei prezzi delle case<sup>12</sup>. Secondo questa analisi controfattuale, gli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro alla fine del 2023 sarebbero stati superiori di circa il 4 per cento rispetto al valore assunto dal modello basato sull'andamento effettivo del costo d'uso delle abitazioni (cfr. il grafico D). In tale contesto, le differenze significative tra i paesi possono essere spiegate o dall'entità della variazione dei costi d'uso effettivi (ad esempio in Germania) o dalla sensibilità degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale alle variazioni dei costi d'uso basate sulle regolarità osservate in passato (ad esempio in Spagna). Nel complesso, i risultati suggeriscono che il recente orientamento restrittivo della politica monetaria abbia avuto un impatto negativo di rilievo sul livello degli investimenti in edilizia residenziale in tutta l'area dell'euro, dalla prospettiva del costo d'uso delle abitazioni.

### Grafico D Analisi controfattuale

(4° trim. 2021 = 100)



Fonti: Barrios et al. (op. cit.), Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: il livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni corrisponde al livello che risulta dalla previsione ottenuta da un modello di regressione lineare relativo al livello logaritmico degli investimenti in edilizia residenziale rispetto a vari valori ritardati del costo d'uso delle abitazioni e al livello logaritmico ritardato del patrimonio immobiliare a uso abitativo. Il livello controfattuale è quello desunto dal modello assumendo che non ci siano variazioni del costo d'uso delle abitazioni a partire dal quarto trimestre del 2021.

**Nel breve periodo è probabile che si verifichi un'ulteriore contrazione degli investimenti nel settore dell'edilizia residenziale.** In prospettiva, gli andamenti futuri del costo d'uso delle abitazioni riveste un ruolo fondamentale per le prospettive degli investimenti in edilizia residenziale nell'area dell'euro. Poiché tali investimenti alla fine del 2023 nell'area superavano ancora il livello desunto dal costo d'uso delle abitazioni, sussiste la possibilità di una loro ulteriore debolezza. Inoltre, mentre il costo di servizio del debito sembra stabilizzarsi, le plusvalenze attese potrebbero registrare un ulteriore calo, a causa di un adattamento posticipato alle variazioni passate, che intensificherebbe la pressione al rialzo sul costo d'uso delle abitazioni.

<sup>12</sup> Per una descrizione dell'impatto diretto e indiretto della politica monetaria attraverso il canale del costo d'uso delle abitazioni, cfr. Mishkin, F.S., "Housing and the monetary transmission mechanism", *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007, pagg. 359-413.

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

a cura di Peter Healy, Friderike Kuik, Richard Morris e Michal Slavik

Il presente riquadro riassume i risultati dei recenti contatti tra il personale della BCE e i rappresentanti di 57 importanti società non finanziarie operanti nell'area dell'euro. Le interlocuzioni si sono svolte tra l'11 e il 19 marzo 2024<sup>1</sup>.

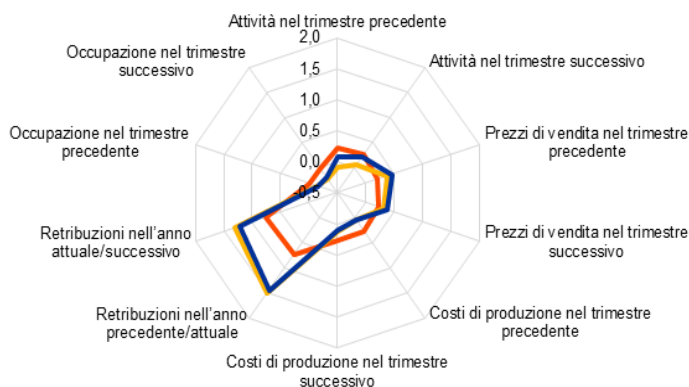
**Le società contattate hanno segnalato un inizio d'anno modesto in termini di attività, ma anche un lieve aumento della domanda (cfr. il grafico A e il pannello a) del grafico B).** Nei primi mesi del 2024 l'attività ha risentito, in qualche misura, delle agitazioni sindacali e dei ritardi nella produzione dovuti ai continui attacchi al trasporto marittimo nell'area del Mar Rosso, ma ciò è stato più che compensato da una certa ripresa della domanda di beni industriali. Le percezioni hanno tuttavia continuato a variare significativamente, sia tra settori diversi sia all'interno di ciascun settore. Un numero crescente di società interpellate ha inoltre sottolineato le differenze tra i tassi di crescita nell'Europa meridionale e l'attività più contenuta registrata nell'Europa settentrionale, in particolare in Germania.

### Grafico A

Sintesi delle indicazioni fornite con riguardo ad attività, occupazione, prezzi e costi

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)

- Edizione corrente
- Edizione precedente
- Media storica



Fonte: BCE.

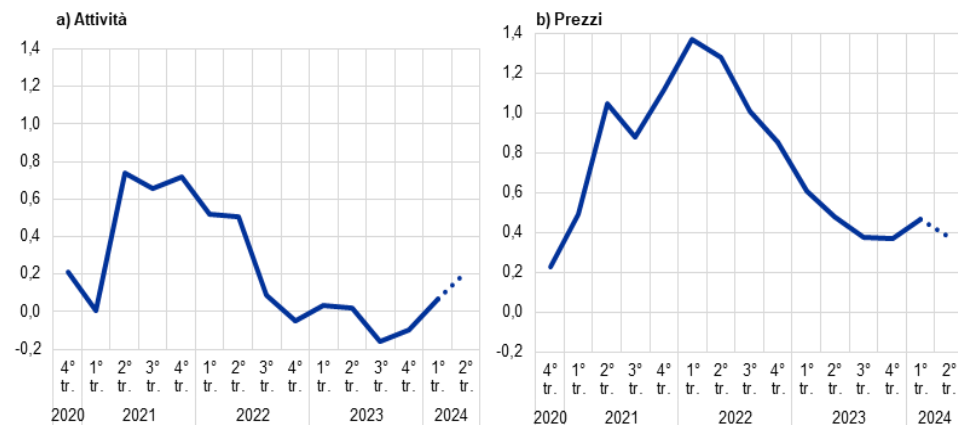
Note: i risultati riflettono la media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE sulla scorta di quanto affermato dalle società interpellate riguardo all'andamento dell'attività (vendite, produzione e ordini), dei costi degli input (materiali, energia, trasporto, ecc.) e dei prezzi di vendita rispetto al trimestre precedente, nonché riguardo alla dinamica salariale rispetto al periodo corrispondente. I punteggi sono compresi tra -2 (riduzione significativa) e +2 (aumento significativo). Un punteggio pari a 0 corrisponde a nessuna variazione. Con riguardo all'edizione corrente, trimestre precedente e trimestre successivo si riferiscono, rispettivamente, al primo e al secondo trimestre del 2024, mentre con riferimento alla precedente edizione essi si riferiscono, rispettivamente, al quarto trimestre del 2023 e al primo del 2024. Le interlocuzioni con le società, che hanno avuto luogo a gennaio e a marzo/aprile sul tema della dinamica salariale, di norma si concentrano sulle prospettive per l'anno in corso rispetto all'anno precedente, mentre le interlocuzioni di giugno/luglio e settembre/ottobre sono incentrate sulle prospettive per l'anno seguente rispetto a quello in corso. La media storica riflette una media dei punteggi raccolti utilizzando sintesi di contributi progressi che risalgono fino al 2008.

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

## Grafico B

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

(media delle valutazioni elaborate dagli esperti della BCE)



Fonte: BCE.

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

### Nel complesso vi è stata una lieve ripresa della domanda al termine del recente ciclo di riduzione delle scorte, unitamente a timidi segnali di un miglioramento della fiducia dei consumatori.

Dopo diversi trimestri di contrazione, le società contattate operanti nel settore dei beni intermedi hanno segnalato una stabilizzazione o anche un aumento della domanda, in quanto la clientela non era più in fase di decumulo delle scorte. Nel complesso, le società contattate operanti nel settore dei beni di consumo hanno segnalato una discreta crescita. I segmenti che di recente avevano prodotto buoni risultati, come quelli della cura della persona e dei beni di lusso, hanno registrato un continuo slancio positivo, mentre la domanda di elettrodomestici sembra essersi stabilizzata, sebbene a un livello basso. Sono altresì pervenute segnalazioni secondo le quali la domanda di prodotti elettronici di consumo starebbe dando segnali di ripresa. Tuttavia, i commercianti al dettaglio hanno mostrato forti riserve riguardo alle prospettive generali per il proprio settore. Inoltre, le società interpellate operanti nel settore agroalimentare non hanno ancora registrato un'inversione di tendenza nella ricerca da parte dei consumatori di alternative più economiche rispetto ai prezzi nella spesa per prodotti alimentari, pur non ravvisando un ulteriore peggioramento a tale riguardo. La crescita della domanda di servizi ai consumatori, in particolare il turismo (sulla base, ad esempio, delle prenotazioni alberghiere e dei decolli e atterraggi programmati delle compagnie aeree), sembra destinata a proseguire, pur con notevoli differenze tra paesi.

**Le prospettive di investimento si sono mantenute più moderate.** Le società contattate operanti nel settore dei beni strumentali, anche in veste di fornitrici, hanno per lo più segnalato il perdurante calo della domanda e della produzione, che rispecchiano l'effetto della recente politica monetaria restrittiva e la riduzione degli ordini arretrati. I fornitori di macchinari e attrezzature esprimono aspettative di almeno uno o due ulteriori trimestri di contrazione. Nel settore automobilistico, le vendite deludenti di veicoli elettrici hanno frenato la produzione di autovetture,

mentre la produzione di veicoli commerciali ha subito una correzione al ribasso rispetto ai livelli elevati precedenti. Le prospettive per il settore delle costruzioni sono rimaste negative, con il forte calo in atto dell'attività residenziale, compensato solo in parte dalla crescita della spesa per infrastrutture. Gran parte delle società interpellate operanti nel settore, anche in veste di fornitore, non si aspetta che gli investimenti in edilizia residenziale inizino a riprendersi prima del 2025. L'incertezza relativa ai prezzi delle abitazioni, in un contesto di bassi volumi di operazioni immobiliari, ha rappresentato un importante fattore di freno per l'attività, sebbene vi siano stati segnali di un inizio di ripresa delle transazioni, dovuto alla lieve riduzione dei tassi sui mutui ipotecari.

**Le società contattate convergono in generale su uno scenario di base di ripresa graduale ma modesta dell'attività nel corso dell'anno.**

Indipendentemente dal fatto che abbiano già rilevato evidenze al riguardo, la maggior parte delle società contattate ha convenuto che una minore inflazione, e quindi un aumento dei salari reali, dovrebbe indurre una lieve ripresa della spesa per consumi. Nonostante l'incertezza geopolitica ancora diffusa, alla crescita dei consumi farebbe seguito un aumento degli investimenti. Diverse società interpellate reputano tuttavia che il calo dei tassi di interesse sarebbe un importante fattore di stimolo della domanda. Inoltre, alcune hanno sottolineato che la crescita nell'area dell'euro sarebbe comunque in ritardo rispetto a quella di altre regioni, a causa di andamenti demografici avversi, di vari assetti normativi sfavorevoli e di investimenti che, in alcuni settori, sono stati maggiormente orientati al conseguimento degli obiettivi climatici piuttosto che all'aumento della capacità produttiva.

**Le società contattate hanno descritto prospettive occupazionali deboli in un contesto di limitato fabbisogno di assunzioni e di attenzione costante al contenimento dei costi.** Sebbene vi siano state notevoli differenze tra paesi e settori, la tendenza aggregata dell'occupazione descritta è stata negativa, con riduzioni del numero di occupati concentrate in particolare nei comparti a maggiore intensità energetica del settore dei beni intermedi, nella catena di approvvigionamento del settore automobilistico, nell'agricoltura e nel commercio al dettaglio. In questi settori l'occupazione è stata adattata rispetto al calo della domanda. Più in generale, le imprese hanno perseguito, ove possibile, risparmi di efficienza per contenere il costo del lavoro per unità di prodotto in un contesto di salari più elevati. In generale, è stato possibile conseguire tale adeguamento limitando l'offerta di posti di lavoro alla luce degli elevati tassi di pensionamento, per cui i licenziamenti forzati sono stati rari. Le agenzie per l'impiego hanno confermato la percezione di un mercato del lavoro complessivamente debole, con imprese riluttanti a offrire nuove posizioni e, nel contempo, potenziali candidati sempre meno disposti a cambiare lavoro. Ciononostante, le società contattate operanti in settori con crescenti esigenze di impiego di risorse hanno continuato a incontrare difficoltà nell'assunzione, sia in generale (nel caso di servizi ad alta intensità di manodopera), sia per competenze specifiche (ad esempio quelle necessarie per realizzare la transizione energetica).

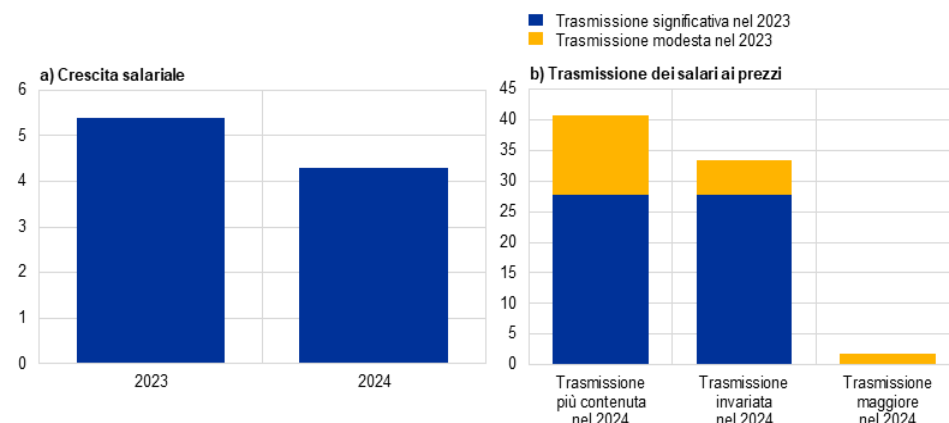
**Le società contattate hanno segnalato una lieve ripresa della crescita dei prezzi, dovuta principalmente a un rialzo dei prezzi di alcuni beni e servizi**

**intermedi; tale crescita, a un livello più prossimo al consumatore finale, ha tuttavia continuato a diminuire gradualmente (cfr. il grafico A e il pannello b del grafico B).** I prezzi di beni intermedi, quali ad esempio acciaio, prodotti chimici e carta, erano scesi a livelli estremamente bassi alla fine del 2023 e, nonostante il richiamato aumento della domanda, che ha sostenuto una parziale ripresa di tali prezzi, si sono mantenuti su livelli ancora bassi. Allo stesso tempo, le turbative del trasporto marittimo nell'area del Mar Rosso e l'applicazione del sistema di scambio di quote di emissione UE al trasporto da e verso i porti all'interno dell'Unione europea sono fattori che hanno determinato l'aumento dei costi di trasporto, anche se da livelli di partenza bassi. Nel complesso, tuttavia, il contesto generale dei prezzi e dei costi nel settore industriale è stato segnalato come relativamente stabile. Le società contattate operanti nei settori dei beni di consumo e del commercio al dettaglio hanno riferito di un contesto di prezzi sempre più difficile, caratterizzato da trattative serrate tra fornitori e dettaglianti, sebbene tale contesto sia rimasto più favorevole per quanto riguarda i beni di lusso e i prodotti per la cura della persona. I prezzi dei beni alimentari si erano ampiamente stabilizzati e in alcuni casi hanno persino registrato un calo, anche se alcuni prodotti specifici hanno continuato a risentire della scarsità di risorse indotta dal clima. La crescita dei prezzi di vendita è rimasta robusta nei settori dei servizi ad alta intensità di manodopera (ad esempio, viaggi e turismo, ospitalità e servizi per l'impiego) e in settori quali i mezzi di informazione, le telecomunicazioni e i software, ma ha iniziato a rallentare lievemente.

### Grafico C

#### Valutazione quantitativa della crescita salariale e trasmissione dei salari ai prezzi

(pannello a): valori percentuali, pannello b): percentuale di intervistati



Fonte: BCE.

Note: pannello a): percezioni degli intervistati riguardo alla crescita salariale nel loro settore nel 2023 e loro aspettative per il 2024. Pannello b): valutazione degli intervistati in merito alla misura in cui i costi salariali sono stati trasferiti ai prezzi di vendita nel loro settore nel 2023 e all'eventualità che la trasmissione sia più contenuta, invariata o maggiore nel 2024. Il grafico esclude gli intervistati (circa un quarto) che non hanno segnalato alcuna trasmissione dei salari ai prezzi nel 2023 o nel 2024 in quanto ciò non rispecchiava il modello per la determinazione dei prezzi o la strategia nel proprio settore.

**Le società contattate hanno continuato ad attendersi un lieve rallentamento della crescita salariale nell'anno in corso e hanno indicato che la trasmissione ai prezzi di vendita sarebbe più debole rispetto allo scorso anno (cfr. il grafico C).** Sulla base di una media semplice tra le indicazioni quantitative raccolte, le società interpellate prevedevano una crescita salariale in flessione, dal 5,4 per



cento circa nel 2023 al 4,3 nel 2024. Ciò è in linea con le indicazioni emerse dalle interlocuzioni di gennaio 2024. Come affermato all'epoca, per alcune imprese e settori sussisteva ancora un elemento di recupero di potere d'acquisto negli accordi salariali effettivi o previsti per il 2024. Tuttavia, al momento, la maggior parte delle società contattate individua nell'attenuazione dell'inflazione e nella debolezza della domanda fattori che hanno contribuito a moderare, o addirittura a normalizzare, la crescita salariale. Nel 2023, un contesto di determinazione dei prezzi ancora dinamico aveva favorito la trasmissione dell'aumento del costo del lavoro ai prezzi. Nei settori industriali, in particolare, il calo dei prezzi di altri fattori produttivi (ad esempio, materiali, energia e trasporti) ha reso possibile il mantenimento o persino l'incremento dei margini di profitto, nonostante l'aumento del costo del lavoro per unità di prodotto. Nel 2024, tuttavia, un contesto di prezzi e costi più stabile e una maggiore concorrenza ha fatto sì che l'aumento dei costi salariali dovesse essere compensato da incrementi di produttività, o assorbito in misura maggiore dai margini di profitto.

## 6 La scomposizione dell'inflazione misurata sull'HICPX in voci sensibili ai beni energetici e ai salari

a cura di Bruno Fagandini, Eduardo Goncalves, Ieva Rubene, Omiros Kouvas, Katalin Bodnar e Gerrit Koester

**Per la politica monetaria è importante comprendere il ruolo dei diversi fattori alla base degli andamenti dell'inflazione.** Data la loro ampia incidenza sui costi degli input, soprattutto nel settore dei servizi, le variazioni dei costi salariali sono una significativa determinante della dinamica dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari (inflazione misurata sull'HICPX). In genere i costi dei beni energetici rappresentano una quota inferiore dei costi degli input rispetto ai salari, ma in caso di ampie oscillazioni dei prezzi dell'energia possono avere un impatto anche molto rilevante sull'inflazione misurata sull'HICPX<sup>1</sup>. Mentre le variazioni dei prezzi dei beni energetici traggono spesso origine dal contesto esterno, quelle dei salari sono solitamente più determinate a livello nazionale. I costi dell'energia e dei salari, nella misura in cui si trasmettono ai prezzi al consumo di beni e servizi, incidono anche sull'inflazione misurata sull'HICPX. Ad esempio, il marcato aumento dell'inflazione misurata sull'HICPX che è iniziato nella seconda metà del 2021 e ha raggiunto il valore massimo agli inizi del 2023 può essere collegato agli effetti indiretti dei forti rincari dei beni energetici. Il relativo persistere dell'inflazione misurata sull'HICPX per alcuni mesi dopo il periodo indicato, in una fase in cui i prezzi dei beni energetici erano in calo, potrebbe essere riconducibile alla forte dinamica salariale.

**È possibile incrociare dati ricavati da fonti differenti per elaborare indicatori che mostrano l'importanza dei costi dei beni energetici e dei salari per l'inflazione misurata sull'HICPX.** Le tavole di input-output dell'Eurostat illustrano la struttura dell'economia in termini di input utilizzati e output prodotti in ciascun settore, consentendo l'analisi dei collegamenti intersettoriali<sup>2</sup>. Tali informazioni possono essere utilizzate per ricavare le quote dirette e indirette degli input energetici e salariali in tutti i settori dell'economia (secondo la classificazione NACE 2)<sup>3</sup>. L'indicatore dell'importanza dei beni energetici nell'HICPX è calcolato stimando i costi dell'energia rispetto al prodotto totale di ciascun settore. Tale stima tiene conto dei costi diretti e indiretti (attraverso l'utilizzo di input intermedi da altri comparti) dei beni energetici nella produzione delle voci dell'HICPX<sup>4</sup>. L'indicatore relativo ai salari è poi ottenuto utilizzando la quota delle retribuzioni sui costi totali degli input (di lavoro e non). Vengono presi in considerazione solo i costi diretti degli input derivanti

<sup>1</sup> Cfr. il riquadro 5 *Misure dell'inflazione di fondo: una guida analitica per l'area dell'euro* nel numero 5/2023 di questo Bollettino.

<sup>2</sup> Per maggiori informazioni, cfr. Remond-Tiedrez, I. e Rueda-Cantuche, J.M. (a cura di), "EU inter-country supply, use and input-output tables – Full international and global accounts for research in input-output analysis (FIGARO)", *Statistical Working Papers*, Eurostat, Unione europea, 2019.

<sup>3</sup> Le quote di energia e salari stimate ai fini di tali indicatori si basano sulla tavola di input-output simmetrica di Eurostat per il 2019. La classificazione potrebbe cambiare con la pubblicazione di tavole di input-output più recenti.

<sup>4</sup> Questi indicatori non colgono gli effetti di secondo impatto sui prezzi al consumo mediante gli eventuali aggiustamenti successivi di prezzi e salari.

dai salari, in quanto è probabile che i costi indiretti attraverso gli input intermedi provenienti da altri settori dell'industria e dei servizi si manifestino con un certo ritardo perché, di norma, il processo di formazione dei salari ha un andamento sfalsato. È inoltre probabile che le variazioni dei costi degli input diversi dal lavoro, come i costi dei beni energetici, si trasmettano più rapidamente all'intera catena dei prezzi rispetto alle variazioni del costo del lavoro, in quanto più visibili a tutti gli attori della catena. I settori dell'economia secondo la classificazione NACE 2 sono poi associati alle 211 voci del paniere dell'HICPX (secondo la classificazione ECOICOP a cinque cifre) e ciò consente di classificare ciascuna voce in base all'incidenza che i beni energetici e i salari hanno sui suoi costi. Ciò rifletterebbe la sensibilità delle voci alle variazioni dei costi dell'energia e dei salari<sup>5</sup>.

**Dagli indicatori emerge che all'energia è riconducibile una quota maggiore dei costi dei beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) rispetto a quanto si osserva nei servizi, mentre per questi ultimi sono particolarmente importanti i salari (cfr. il grafico A).** Nell'area dell'euro i costi energetici totali rappresentano una media ponderata pari a circa il 5,1 per cento dei costi totali di produzione per le voci dell'HICPX. Tale quota è più elevata per i beni industriali non energetici (circa il 6 per cento), a fronte di un contributo maggiore dei costi indiretti rispetto ai servizi (circa il 4,5 per cento). I costi indiretti dei beni energetici rappresentano circa la metà dei costi totali dell'energia nell'HICPX e nella componente dei servizi, ma una quota maggiore (circa due terzi) nella componente dei beni industriali non energetici. Ciò è in linea con il fatto che gli input intermedi diversi dal lavoro svolgono un ruolo più rilevante nella produzione di beni. Quanto ai salari, la quota diretta dei costi per le voci dell'HICPX è pari, in media, al 32 per cento, con una percentuale maggiore nei servizi (38 per cento) e una minore nei beni industriali non energetici (22 per cento)<sup>6</sup>.

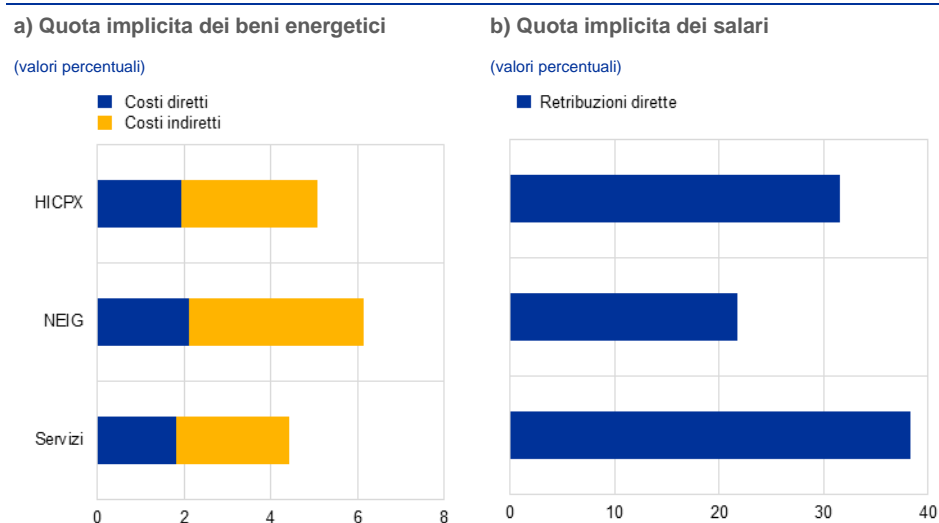
---

<sup>5</sup> Per effetto dell'impiego della classificazione ECOICOP a cinque cifre, gli indici ricavati partono da gennaio 2017 (e i tassi di inflazione sui dodici mesi da gennaio 2018).

<sup>6</sup> Le soglie di sensibilità ai salari e ai beni energetici, nonché la successiva classificazione delle voci dell'indice dei prezzi al consumo, sono influenzate dal fatto che il prodotto totale o solo gli input totali (di lavoro e non) siano utilizzati come denominatore e anche dal fatto che siano presi in considerazione solo gli effetti diretti o anche quelli indiretti (attraverso gli input intermedi). Tali scelte potrebbero determinare tassi di inflazione impliciti lievemente diversi per le componenti dell'HICPX sensibili ai beni energetici e ai salari, ma la dinamica di questi tassi e le loro indicazioni riguardo al ruolo dei costi di salari ed energia nell'andamento dell'inflazione misurata sull'HICPX sono molto simili e restano valide a fronte delle varie scelte.

## Grafico A

### Quote implicite di beni energetici e salari nell'HICPX dell'area dell'euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le quote dei costi diretti e indiretti sono calcolate utilizzando la tavola di input-output simmetrica di Eurostat per il 2019.

Nel pannello a) l'inflazione misurata sull'HICPX e l'inflazione dei servizi escludono gli affitti, la cui quota di salari è prossima allo zero.

I costi diretti corrispondono alla quota di energia utilizzata per la produzione, mentre la quota indiretta coglie l'impatto dei costi dei beni energetici attraverso l'utilizzo di input intermedi provenienti da tutti gli altri settori dell'economia. Le quote implicite dei beni energetici sono calcolate rispetto al prodotto totale, mentre le quote implicite dei salari sono calcolate rispetto ai costi totali degli input (di lavoro e non).

### Una volta individuate come sensibili ai beni energetici o ai salari, le voci dell'HICPX possono essere aggregate per ottenere i corrispondenti tassi di inflazione.

Per costruire gli indici delle componenti sensibili ai salari e ai beni energetici, vengono scelte le soglie al di sopra delle quali le voci dell'HICPX sono considerate sensibili agli uni o agli altri. Per gli indicatori descritti nel presente riquadro, una voce è classificata come sensibile ai beni energetici se la sua quota di costi energetici è superiore alla quota media relativa, rispettivamente, ai beni industriali non energetici (6,1 per cento) e ai servizi (4,4 per cento). Il risultante sotto-paniere dell'HICPX sensibile ai beni energetici copre circa il 36 per cento del paniere complessivo dell'HICPX (basato sui pesi dello IAPC per il 2023)<sup>7</sup>. Per le voci sensibili ai salari la soglia è fissata al 38 per cento sulla base della quota media dei costi salariali diretti sul totale degli input per le voci relative ai servizi<sup>8</sup>. Per il paniere dei beni industriali non energetici nessuna voce presenta un'incidenza dei salari sui costi degli input diretti superiore alla soglia; per questo motivo l'indicatore relativo alla componente dell'HICPX sensibile alle retribuzioni include solo voci relative ai

<sup>7</sup> Le voci dell'HICPX sensibili ai beni energetici secondo la [classificazione ECOICOP a cinque cifre](#) sono le seguenti: 03141, 03142, 04310, 04410, 05122, 05401, 05402, 05403, 05521, 05522, 05611, 05612, 07211, 07224, 07241, 07242, 07243, 07311, 07312, 07321, 07322, 07331, 07332, 07341, 07342, 07350, 07361, 07362, 07369, 08101, 08109, 09331, 09332, 09341, 09342, 09411, 09412, 09423, 09425, 09429, 09541, 09601, 09602, 11111, 11112, 11120, 11201, 11202, 11203, 12111, 12112, 12113, 12132 e 12703 (tutte le altre voci dell'HICPX sono classificate come non sensibili ai beni energetici).

<sup>8</sup> La quota media dei costi degli input energetici e salariali per i beni industriali non energetici e i servizi è ottenuta come media ponderata nel rispettivo paniere dopo aver associato le quote a livello settoriale ricavate dalle tavole di input-output alle voci dello IAPC.

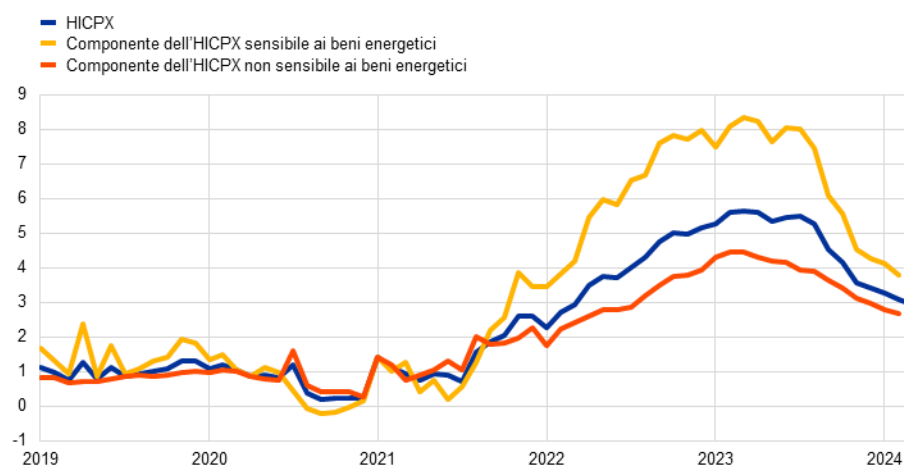
servizi<sup>9</sup>. L'applicazione di soglie distinte per i beni industriali non energetici e i servizi sulla base dell'incidenza media dei salari sui costi degli input in queste due categorie avrebbe comportato che diversi beni industriali non energetici (ad esempio, giornali, gioielli o attrezzature per la pulizia) fossero classificati tra le voci sensibili alle retribuzioni, pur presentando solo una quota relativamente ridotta di costi salariali. I loro prezzi risentirebbero delle variazioni salariali in misura molto minore di quelli dei servizi. La soglia applicata, pertanto, consente di cogliere in modo accurato la sensibilità ai salari a livello di HICPX.

**Il risultante indicatore relativo alla componente dell'HICPX sensibile all'energia illustra l'importante ruolo svolto dai passati shock energetici nella dinamica dell'inflazione misurata sull'HICPX negli ultimi anni (cfr. il grafico B).** Se fino alla metà del 2021 le differenze tra i tassi di inflazione delle voci dell'HICPX sensibili e non sensibili ai beni energetici sono state contenute, successivamente l'inflazione della componente dell'HICPX sensibile ai beni energetici è aumentata in misura maggiore rispetto all'inflazione misurata sull'HICPX, soprattutto nel 2022. A seguito del forte calo dei prezzi dei beni energetici osservato più di recente, gran parte del divario si è ormai colmato.

### Grafico B

#### Andamenti dell'inflazione della componente dell'HICPX sensibile ai beni energetici

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024 per le componenti dell'HICPX sensibili e non sensibili ai beni energetici e a marzo 2024 per l'HICPX (stima preliminare).

**L'indicatore di sensibilità ai salari dell'inflazione segnala l'importante ruolo svolto dalle retribuzioni nel determinare l'inflazione misurata sull'HICPX nell'area dell'euro in tempi recenti (cfr. il grafico C).** Data l'inerzia nel processo di formazione dei salari nei paesi dell'area dell'euro e la conseguente persistenza della

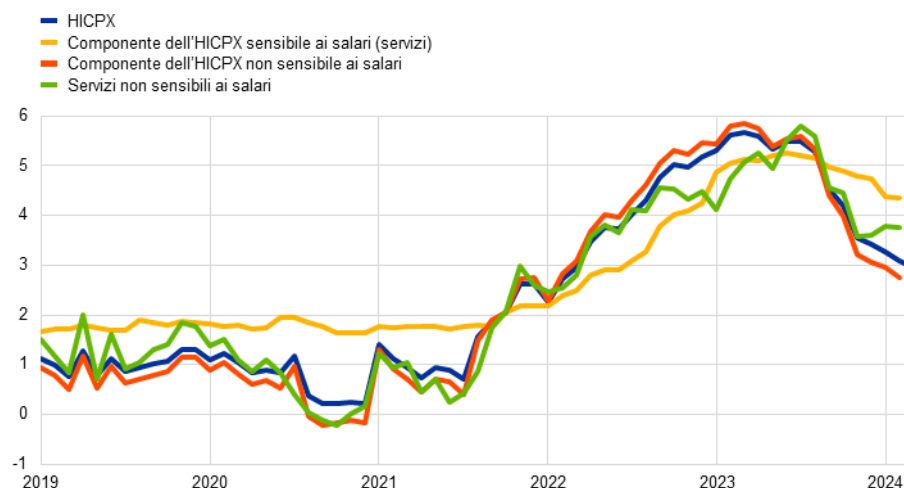
<sup>9</sup> Le voci dell'HICPX sensibili ai salari secondo la [classificazione ECOICOP a cinque cifre](#) sono le seguenti: 03141, 03220, 04321, 04322, 04323, 04324, 04325, 04329, 04420, 04430, 04441, 04442, 05123, 05130, 05204, 05330, 05404, 05523, 05621, 05622, 05623, 05629, 06133, 06211, 06212, 06220, 06231, 06232, 06239, 06300, 07230, 08101, 08109, 09150, 09230, 09323, 09411, 09412, 10101, 10102, 10200, 10300, 10400, 10500, 12111, 12112, 12113, 12122, 12313, 12323, 12401, 12402, 12403, 12404, 12701, 12703 e 12704 (tutte le altre voci dell'HICPX sono classificate come non sensibili ai salari). L'indicatore della componente dell'HICPX sensibile ai salari comprende solo le voci relative ai servizi. È quindi identico all'indicatore dei servizi sensibili ai salari.

crescita retributiva, l'inflazione della componente dell'HICPX sensibile ai salari è rimasta relativamente stabile intorno al 2 per cento nel 2018 e nel 2019, in linea con la crescita media di lungo periodo del costo del lavoro per unità di prodotto nell'area. Il divario tra i tassi delle voci dell'HICPX sensibili e non sensibili ai salari in questo periodo potrebbe riflettere una crescita dei redditi per occupato superiore all'inflazione misurata sull'HICPX e quindi suggerire maggiori spinte verso il basso dei costi degli input diversi dal lavoro rispetto al costo del lavoro, nonché rigidità al ribasso dei salari nominali. Con il marcato rialzo dell'inflazione complessiva a partire dalla seconda metà del 2021, in un primo momento l'inflazione della componente dell'HICPX sensibile ai salari è aumentata più gradualmente rispetto all'inflazione della componente dell'HICPX e dei servizi non sensibili ai salari, che hanno risentito in misura maggiore del brusco rincaro degli input energetici e delle carenze dal lato dell'offerta. Tuttavia, dalla metà del 2023, l'inflazione delle voci dell'HICPX sensibili ai salari (che per costruzione equivale all'inflazione dei servizi sensibili ai salari) si è mantenuta persistentemente al di sopra dell'HICPX, riflettendo l'elevato livello della crescita delle retribuzioni e indicando che salari e costi del lavoro sono diventati un fattore importante alla base della relativa persistenza dell'inflazione misurata sull'HICPX nell'area dell'euro. L'inflazione dei servizi non sensibili alle retribuzioni è diminuita in misura maggiore, in quanto per questo indicatore il considerevole allentamento delle pressioni sui costi degli input energetici e le pressioni al rialzo derivanti dalle carenze dal lato dell'offerta hanno svolto un ruolo più importante.

### Grafico C

#### Andamenti dell'inflazione della componente dell'HICPX sensibile ai salari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

Note: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024 per le componenti dell'HICPX sensibili e non sensibili ai salari e a marzo 2024 per l'HICPX (stima preliminare). Per costruzione, l'indicatore relativo alla componente dell'HICPX sensibile ai salari è identico a un indicatore relativo ai servizi sensibili alle retribuzioni, in quanto entrambi comprendono la stessa serie di voci (nella componente dell'HICPX sensibile ai salari sono incluse solo voci relative ai servizi).

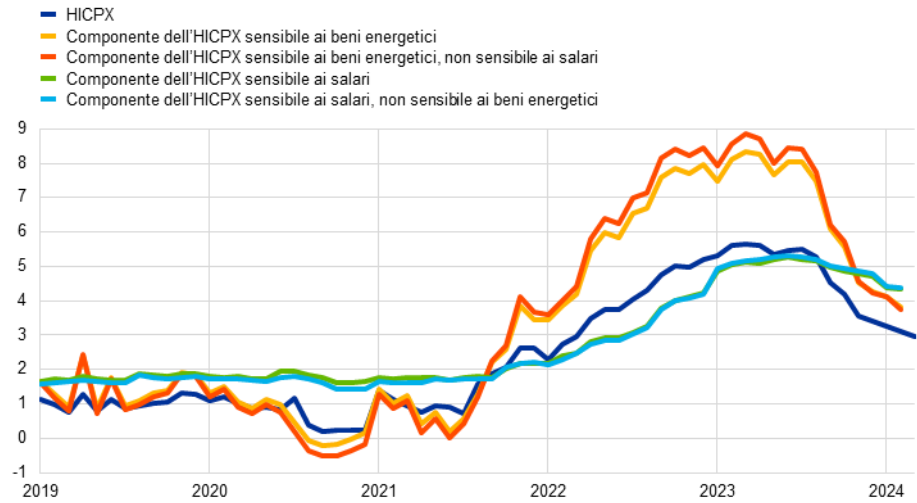
**Le voci sottostanti il calcolo degli indicatori proposti per le componenti dell'HICPX sensibili ai salari e ai beni energetici hanno poche sovrapposizioni, e ciò favorisce l'interpretazione dei loro segnali.** L'esclusione delle voci classificate come sensibili sia ai salari sia ai beni energetici ha effetti molto limitati sulla dinamica dei due indicatori (cfr. il grafico D). Ciò rende più facile utilizzare gli

indicatori per comprendere il ruolo che salari e beni energetici rispettivamente svolgono nell'andamento dell'inflazione misurata sull'HICPX.

### Grafico D

#### Ruolo delle componenti sensibili ai beni energetici e ai salari nell'inflazione misurata sull'HICPX

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024 per i quattro indicatori relativi alle componenti sensibili ai salari/beni energetici e a marzo 2024 per l'HICPX (stima preliminare).

## Il ruolo dei fattori tecnici nei tassi swap indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

a cura di Asger Munch Grønlund, Kasper Jørgensen e Fabian Schupp

**Il presente riquadro esamina se i tassi swap indicizzati all'inflazione (inflation-linked swap, ILS) per l'area dell'euro riflettano esclusivamente la compensazione dell'inflazione o se non sottendano anche fattori "tecnici", che ne ridurrebbero il contenuto informativo.** Quando i tassi ILS a lungo termine per l'area dell'euro hanno raggiunto un massimo del 2,7 per cento nell'estate del 2023 ne sono stati esaminati, ai fini della politica monetaria, i fattori sottostanti e il loro contenuto informativo. Concettualmente, i tassi ILS comprendono le aspettative di inflazione degli operatori di mercato e premi per il rischio di inflazione (definiti congiuntamente come "compensazione dell'inflazione") in assenza di imperfezioni del mercato. Secondo la teoria dell'asset-pricing, gli investitori avversi al rischio richiedono un premio per il rischio di inflazione quale compensazione per l'esposizione a tale rischio, che è normalmente positivo in periodi caratterizzati da shock dal lato dell'offerta aggregata<sup>1</sup>. Tuttavia, a causa delle imperfezioni del mercato, i tassi ILS potrebbero non riflettere esclusivamente la compensazione dell'inflazione, così come strettamente descritta sopra. Ad esempio, un fondo pensione soggetto a regolamentazione con riguardo alla propria esposizione al rischio potrebbe essere disposto a coprire il rischio di inflazione in misura maggiore rispetto a quanto sarebbe prevedibile sulla base delle aspettative di inflazione e di una misura dell'incertezza sulle prospettive inflazionistiche. I premi per il rischio di liquidità per specifici strumenti potrebbero, inoltre, creare uno scarto tra i tassi ILS e la pura compensazione dell'inflazione. Il presente riquadro utilizza il termine onnicomprensivo "fattori tecnici" per includere tutte le componenti aggiuntive derivanti dalle imperfezioni del mercato.

**Di seguito si propone un semplice modello econometrico che quantifica la quota della variazione totale dei tassi ILS nell'area dell'euro riconducibile, alla compensazione dell'inflazione in senso stretto, dando così una misura del ruolo svolto da eventuali fattori tecnici.** Tale metodo aggiunge una nuova prospettiva econometrica e integra gli approcci quali-quantitativi esistenti per individuare le distorsioni tecniche nelle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato<sup>2</sup>. Non viene operata una scomposizione della compensazione

<sup>1</sup> Cfr. Campbell, J.Y., Sunderam, A. e Viceira, L.M., "Inflation Bets or Deflation Hedges? The Changing Risks of Nominal Bonds", *Critical Finance Review*, vol. 6, n. 2, 2017, pagg. 263-301.

<sup>2</sup> Cfr. "Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting", *Occasional Paper Series*, n. 264, BCE, 2021. Gli autori di tale studio misurano i potenziali fattori tecnici nei mercati ILS avvalendosi di analisi dello spessore dei mercati, di indicatori di attività e di analisi di regressione, stimando la sensibilità dei tassi ILS ai differenziali denaro-lettera per le obbligazioni indicizzate all'inflazione (ILB) e altri indicatori di liquidità.



dell'inflazione in aspettative di inflazione e premi per il rischio di inflazione, bensì si considerano le due componenti come un unico fattore fondamentale<sup>3</sup>.

**Il presente approccio econometrico si basa sull'idea che tutte le informazioni rilevanti per la compensazione dell'inflazione pura (ossia la compensazione al netto dei fattori tecnici) debbano essere riflesse nei tassi OIS (overnight index swap) nominali.** Concettualmente, i tassi OIS basati sull'€STR dovrebbero comprendere sia i tassi reali dell'area dell'euro sia la compensazione dell'inflazione. Si verifica quindi l'ipotesi che i tassi ILS riflettano principalmente la compensazione dell'inflazione, stimando la variazione dei tassi ILS riconducibile alle informazioni desunte dai tassi OIS. Si assume che i tassi OIS nominali siano ricavabili da un modello fattoriale: il tasso OIS per ciascuna scadenza è dato dalla somma ponderata di una piccola serie di fattori economici di determinazione del prezzo, verosimilmente non osservabili, in cui ciascuna scadenza ha un proprio peso. I tassi OIS reali sono considerati come somme ponderate degli stessi fattori di prezzo, sebbene con pesi diversi. Di conseguenza, anche la compensazione dell'inflazione (non osservata) contenuta nei tassi OIS è necessariamente una somma ponderata dei fattori di determinazione del prezzo sottostanti. Si supponga che i tassi ILS osservabili riflettano non solo una compensazione dell'inflazione di fondo, ma anche un fattore tecnico specifico del tasso ILS (ad esempio, un premio di liquidità). Tale determinante aggiuntiva non farebbe parte dei suddetti fattori fondamentali per la determinazione dei prezzi. In tal caso, se si escludono i fattori di prezzo dai tassi OIS (utilizzando, ad esempio, l'analisi statistica delle componenti principali) e si opera una regressione dei tassi ILS su tali fattori, emergeranno come residui tutti i fattori tecnici specifici dei tassi ILS non compresi nei tassi OIS<sup>4,5</sup>.

**La quota della variazione totale non spiegata da questo semplice modello econometrico costituisce un limite superiore per il ruolo dei fattori tecnici.**

Se tali fattori tecnici sono del tutto assenti, la teoria suggerisce che tutte le variazioni dovrebbero essere ricondotte a fattori strutturali, e la regressione raggiungerebbe quindi un  $R^2$  pari a 1<sup>6</sup>. In pratica, anche in assenza di fattori tecnici, un risultato così estremo sembrerebbe improbabile per diversi motivi. In primo luogo, i fattori sottostanti all'OIS non sono direttamente osservabili (bensì necessitano di una stima sulla base di un campione limitato). In secondo luogo, la relazione fra i tassi OIS e i fattori di determinazione del prezzo potrebbe presentare non linearità (ad esempio,

<sup>3</sup> Per maggiori informazioni sulle scomposizioni dei tassi ILS in aspettative di inflazione e premi per il rischio di inflazione, cfr. il riquadro 4 *Scomposizione delle misure di compensazione dell'inflazione ricavate dal mercato in aspettative di inflazione e premi per il rischio* nel numero 8/2021 di questo Bollettino.

<sup>4</sup> Oltre ai fattori di determinazione del prezzo desunti dai tassi OIS, in tale modello sono incluse anche le misure dell'inflazione effettiva, per tenere conto del fatto che, diversamente dai tassi OIS, quelli ILS sono soggetti a un ritardo di indicizzazione; tale elemento potrebbe non essere adeguatamente riflesso dai fattori di determinazione del prezzo degli OIS. Il ritardo di indicizzazione indica che il rendimento finale per un contratto ILS dipenderà dalla variazione annuale dell'inflazione registrata tre mesi prima della scadenza di tale contratto.

<sup>5</sup> È possibile che i tassi OIS siano determinati anche da fattori tecnici specifici degli OIS stessi. Non si tratta di un problema, in quanto tali fattori sarebbero semplicemente ridondanti per i tassi ILS: i pesi degli ILS assegnati a tali fattori sarebbero pari a zero.

<sup>6</sup> Speck, C., "Break-Even Inflation Rates for the Euro Area", *Discussion Papers*, Deutsche Bundesbank, di prossima pubblicazione, segue lo stesso approccio per l'inflazione di break-even basata sulle obbligazioni. Tuttavia, l'analisi presentata in tale studio è basata sulle componenti principali ricavate dai rendimenti dei Bund tedeschi e, a differenza del presente riquadro, non include altre variabili di controllo, quali le misure dell'inflazione effettiva.

a causa del limite inferiore effettivo sui tassi di interesse nominali). In terzo luogo, i tassi ILS risentono di un ritardo di indicizzazione, diversamente dai tassi OIS, che sono meramente prospettici. Da ultimo, i fattori di prezzo ricavati dai tassi OIS potrebbero non cogliere i fattori “nascosti”, che hanno effetti opposti sulla compensazione dell’inflazione e sulle componenti reali dei tassi OIS, tali che queste componenti risultino perfettamente controbilanciate<sup>7</sup>. Di conseguenza, ciò significa che se il modello di regressione, nonostante tali motivi, continua a produrre un valore elevato per  $R^2$ , è improbabile che fattori tecnici forniscano un contributo significativo alla dinamica dei tassi ILS.

**I risultati empirici di questo modello indicano che i tassi ILS per l’area dell’euro riflettono principalmente la compensazione dell’inflazione, con uno scarso margine per fattori tecnici al di fuori di talune distorsioni di breve durata nei tassi ILS a breve termine in periodi di estrema volatilità dei mercati.**

Utilizzando il modello descritto in precedenza, i tassi ILS vengono regrediti con scadenze da uno a dieci anni sulle prime tre componenti principali desunte dai tassi OIS con scadenze comprese tra tre mesi e dieci anni, nonché sulla variazione mensile e annuale dell’inflazione complessiva effettiva<sup>8</sup>. Nel complesso, il modello di regressione si adatta molto bene ai tassi ILS osservati, il che significa che le serie stimate riflettono fedelmente i livelli e le dinamiche osservati dei tassi ILS sulle varie scadenze (cfr. i grafici A e B riferiti, rispettivamente, ai tassi a termine a un anno su un orizzonte annuale e ai tassi a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni)<sup>9</sup>. Ciò è evidenziato anche da un’elevata media di  $R^2$ , pari allo 0,9 per cento per tutte le scadenze (cfr. le barre blu dell’istogramma nel grafico C), con un margine per fattori tecnici leggermente più ampio per le scadenze più brevi<sup>10</sup>. Sebbene in media i residui siano modesti, vi sono alcuni periodi in cui essi si discostano maggiormente dallo zero, in particolare: la crisi finanziaria mondiale, l’inizio della pandemia di coronavirus (COVID-19) e il periodo immediatamente successivo all’invasione russa dell’Ucraina. Trattandosi di periodi di elevata volatilità dei mercati, non è irragionevole pensare che il segnale proveniente dalle misure di compensazione dell’inflazione ricavate dai mercati possa essere stato in qualche misura distorto da fattori diversi dalle aspettative di inflazione e dai premi per il rischio di inflazione. Tuttavia, le deviazioni sono solo di breve durata, come mostrano le medie prossime

<sup>7</sup> In tale situazione, i tassi OIS, diversamente dalla compensazione dell’inflazione, non si farebbero carico di tali fattori, e questi non potrebbero essere identificati, ad esempio, in sede di analisi delle componenti principali dei tassi OIS.

<sup>8</sup> L’inflazione effettiva è inclusa per tenere conto del ritardo di indicizzazione nei tassi ILS. Ad esempio, un contratto ILS a un anno nel mese  $t$  sarebbe collegato agli andamenti dell’inflazione tra  $t-3$  e  $t+9$ , mentre un analogo contratto OIS a un anno sarebbe collegato agli andamenti dell’€STR tra  $t$  e  $t+12$ . Inoltre, viene aggiunta una variabile dummy pari a uno a partire dal 2021 e termini di interazione con questa dummy per tutte le variabili esplicative, al fine di tenere conto della possibilità che il recente periodo di elevata inflazione possa aver causato una discontinuità strutturale.

<sup>9</sup> Di fatto, i risultati confermano che mentre un modello di regressione basato unicamente su fattori OIS produce una buona stima, l’aggiunta dell’inflazione effettiva migliora significativamente tale risultato, in special modo per le scadenze più brevi, per le quali il ritardo dell’indicizzazione è più rilevante. Ciò è in linea con i risultati relativi al mercato britannico dell’inflazione in Bahaj, S., Czech, R., Ding, S. e Reis, R., “The market for inflation risk”, *Staff Working Papers*, n. 1028, Bank of England, 2023.

<sup>10</sup> Sebbene i tassi OIS e ILS siano entrambi persistenti, con autocorrelazioni prossime a uno, le regressioni di livello non sembrano essere spurie. Ex ante, se i tassi OIS e ILS fossero non stazionari, si aspetterebbe siano cointegrati. In effetti, si rifiuta l’ipotesi nulla secondo cui i residui sono  $I(1)$  per tutte le scadenze, a indicare che i tassi OIS e ILS sono cointegrati (cfr. Engle, R. e Granger, C. “Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing”, *Econometrica*, vol. 55, n. 2, 1987, pagg. 251-276).

allo zero per i residui in ogni singolo anno del campione, mentre la volatilità dei residui, segnalata dalla loro deviazione standard, evidenzia picchi negli anni che includono tali episodi (cfr. i grafici A e B).

## Grafico A

### Stima per i tassi ILS a termine a un anno su un orizzonte di un anno

(scala di sinistra: valori percentuali in ragione d'anno; scala di destra: punti percentuali)



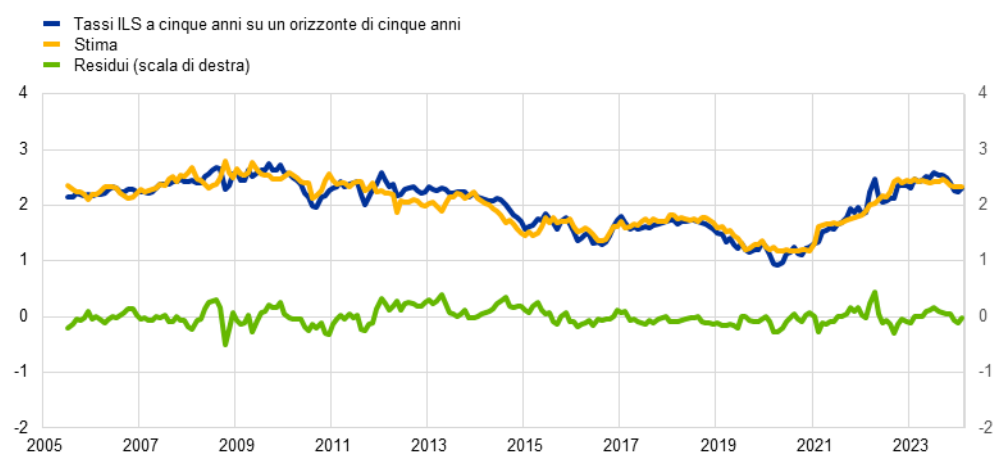
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico illustra: a) i tassi ILS a termine a un anno su un orizzonte di un anno impliciti nei tassi ILS a pronti osservati (linea blu); b) la stima dei tassi ILS a termine a un anno su un orizzonte di un anno ricavata regredendo i tassi ILS a termine impliciti sulle prime tre componenti principali desunte dai tassi OIS basati sull'Eonia/€STR e dalla variazione mensile e annuale dell'inflazione effettiva, misurata sullo IAPC nell'area dell'euro (linea gialla); c) i residui di tale regressione, calcolati come differenza tra i tassi ILS osservati e quelli stimati (linea verde). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

## Grafico B

### Stima per i tassi ILS a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni

(scala di sinistra: valori percentuali in ragione d'anno; scala di destra: punti percentuali)



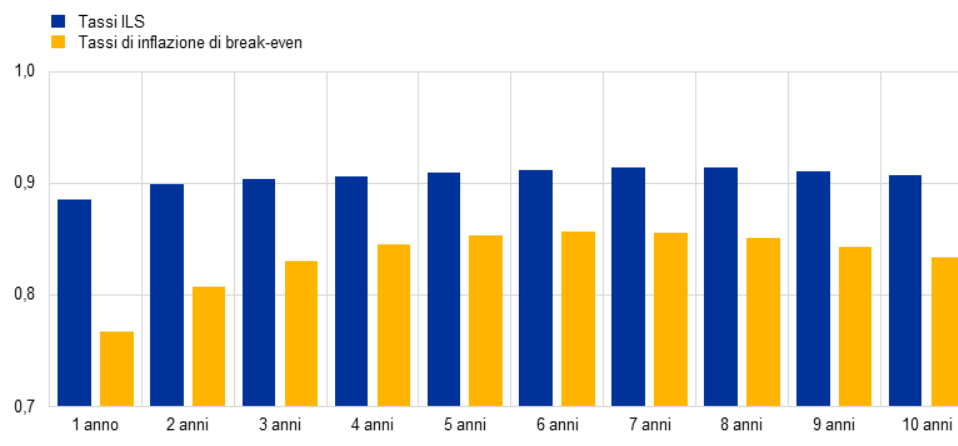
Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: il grafico illustra: a) i tassi ILS a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni impliciti nei tassi ILS a pronti osservati (linea blu); b) la stima dei tassi ILS a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni ricavata regredendo i tassi a termine ILS impliciti sulle prime tre componenti principali desunte dai tassi OIS basati sull'Eonia/€STR e dalla variazione mensile e annuale dell'inflazione effettiva, misurata sullo IAPC nell'area dell'euro (linea gialla); c) i residui di tale regressione, calcolati come differenza tra i tassi ILS osservati e quelli stimati (linea verde). Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2024.

### Grafico C

Variazione dei tassi ILS e dei tassi di inflazione di break-even nell'area dell'euro riconducibile ai fattori OIS e all'inflazione effettiva

( $R^2$  rettificato)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Nota: il grafico riporta l' $R^2$  ricavato regredendo i tassi ILS e i tassi di inflazione di break-even (break-even inflation rates, BEIR) sulle prime tre componenti principali desunte dai tassi OIS basati sull'Eonia/€STR e dalla variazione mensile e annuale dell'inflazione effettiva, misurata sullo IAPC nell'area dell'euro.

**Tale quadro analitico suggerisce, tuttavia, che vi sia maggiore spazio per i fattori tecnici nei tassi di inflazione di break-even (break-even inflation rates, BEIR) nell'area dell'euro desunti dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione.**

Le regressioni che utilizzano i BEIR ricavati dal mercato obbligazionario hanno generalmente un  $R^2$  inferiore (cfr. le barre gialle dell'istogramma nel grafico C). Ciò è in linea con l'opinione diffusa secondo cui i BEIR sono maggiormente soggetti a fattori tecnici, a causa dei livelli relativamente bassi di liquidità nel mercato delle ILB<sup>11</sup>. Questi risultati suggeriscono che la media di  $R^2$  di 0,9 per cento raggiunta per i tassi ILS dell'area dell'euro è sorprendentemente elevata, e che livelli di valenza esplicativa tanto elevati sono infrequenti. In particolare, livelli così elevati non si osservano in mercati caratterizzati da livelli di liquidità relativamente bassi, come quelli delle ILB.

<sup>11</sup> L'offerta di obbligazioni è vincolata da un'emissione piuttosto meccanica e da calendari preordinati di gestione del debito da parte degli uffici deputati a tale gestione, che si traducono in un'elasticità dell'offerta rispetto ai prezzi relativamente bassa. È un fatto ampiamente consolidato che questa offerta relativamente anelastica e il basso volume totale in essere di 500 miliardi di euro fanno sì che i BEIR basati su titoli di Stato incorporino un premio di liquidità (cfr. Fleckenstein, M., Longstaff, F.A. e Lustig, H., "The TIPS-treasury bond puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 69, n. 5, 2014, pagg. 2151-2197). Per contro, vi sono pochi vincoli all'offerta di ILS, in quanto una qualsiasi coppia di operatori di mercato può sostanzialmente convenire bilateralmente di "creare" un nuovo swap a propria discrezione, il che si riflette in un'elasticità molto elevata dell'offerta rispetto ai prezzi.

## 8 Il nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE: potenziali implicazioni macroeconomiche per l'area dell'euro

a cura di Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Sebastian Hauptmeier e Philip Muggenthaler

**Il presente riquadro fornisce una valutazione preliminare delle potenziali implicazioni macroeconomiche per l'area dell'euro derivanti dall'adesione dei paesi membri alle regole riviste del Patto di stabilità e crescita (PSC) per il biennio 2025-2026<sup>1</sup>.** Alla luce dell'accordo politico provvisorio raggiunto dai colegislatori dell'UE il 10 febbraio 2024, il presente riquadro analizza le possibili implicazioni della riforma per l'orientamento della politica di bilancio dell'area dell'euro, nonché per le prospettive di crescita e inflazione sulla base delle proiezioni macroeconomiche di marzo 2024 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro<sup>2</sup>. L'orizzonte temporale rilevante ai fini dell'analisi è il biennio 2025-2026, in quanto si prevede che le regole di bilancio riviste entrino in vigore a partire dal 2025.

**Il quadro di riferimento per le politiche di bilancio recentemente concordato è basato sull'analisi di sostenibilità del debito, per ricavare traiettorie di aggiustamento di bilancio a medio termine, insieme a salvaguardie numeriche in termini di riduzione del debito e resilienza al disavanzo.** Gli Stati membri dell'UE in cui, nel 2024, il rapporto debito pubblico/PIL sarà superiore al 60 per cento e/o il cui disavanzo supererà il 3 per cento del PIL dovranno presentare un piano strutturale di bilancio a medio termine sulla base di una traiettoria di riferimento fornita dalla Commissione europea<sup>3</sup>. Il percorso di aggiustamento contenuto nel piano nazionale riguarderà un periodo di quattro anni (2025-2028), che può essere esteso fino a sette anni (2025-2031) se sostenuto da impegni a favore di investimenti e riforme (compresi quelli finanziati nell'ambito del dispositivo per la ripresa e la resilienza). L'aggiustamento di bilancio, che sarà reso operativo mediante traiettorie di spesa netta pluriennale, è stabilito come il massimo risultante dai due criteri indicati di seguito:

<sup>1</sup> A seguito delle proposte legislative della Commissione europea presentate ad aprile 2023, il 20 dicembre 2023 il Consiglio Ecofin ha raggiunto un accordo sulla riforma delle regole di bilancio alla base del Patto di stabilità e crescita dell'UE. Per ulteriori dettagli, cfr. il [comunicato stampa del Consiglio dell'UE del 21 dicembre](#) e le relative bozze di regolamento del Consiglio. Pur mantenendo sostanzialmente intatto il testo del compromesso del Consiglio, l'[accordo provvisorio](#) raggiunto a febbraio, che non è ancora stato adottato dal Parlamento europeo, prevede di escludere dalla traiettoria della spesa la spesa nazionale per il cofinanziamento dei programmi finanziati dall'UE, al fine di creare maggiori incentivi agli investimenti. Tale esclusione non incide sulle stime quantitative riportate nel presente riquadro.

<sup>2</sup> Cfr. le [Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE, marzo 2024](#) pubblicate sul sito Internet della BCE il 7 marzo 2024.

<sup>3</sup> I paesi in cui, nel 2024, il livello di disavanzo è inferiore al 3 per cento del PIL e il livello del debito è inferiore al 60 per cento del PIL riceveranno dalla Commissione, su richiesta, solo "informazioni tecniche" come orientamento per l'elaborazione dei propri piani strutturali nazionali di bilancio a medio termine. Secondo le previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea, tali paesi sono Estonia, Irlanda, Croazia, Lituania, Lussemburgo e Paesi bassi. Nelle simulazioni considerate nel presente riquadro si ipotizza che tali paesi richiedano le informazioni tecniche alla Commissione e compiano ulteriori sforzi di consolidamento se richiesto dal nuovo quadro di riferimento.

- a) **traiettoria basata sull'analisi di sostenibilità del debito:** al termine del periodo di aggiustamento scelto (da quattro a sette anni) il rapporto debito pubblico/PIL deve essere avviato su un percorso di riduzione plausibile e costante, dimostrato da:
1. scenari deterministici di analisi della sostenibilità del debito (ovvero il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe diminuire nell'arco di dieci anni in uno scenario di base corretto per il più impegnativo fra tre scenari di shock); e
  2. analisi stocastica di sostenibilità del debito (ovvero il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe avere un andamento discendente su un orizzonte temporale di cinque anni con una probabilità pari al 70 per cento)<sup>4</sup>;
- b) **correzione nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (PDE):** se il disavanzo è superiore al 3 per cento del PIL, è richiesto agli Stati membri di correggerlo effettuando un aggiustamento annuo minimo pari a 0,5 punti percentuali del PIL. Tale aggiustamento riguarderà il saldo primario strutturale durante il periodo transitorio 2025-2027 e, successivamente, il saldo strutturale.

Inoltre, si applicano due salvaguardie comuni ai diversi paesi nell'ambito del braccio preventivo del PSC:

- c) **salvaguardia di sostenibilità del debito:** i paesi che nel 2024 presentano un rapporto debito pubblico/PIL superiore al 90 per cento sono tenuti a ridurlo di una media minima annua pari a 1 punto percentuale del PIL, mentre i paesi il cui rapporto debito pubblico/PIL è inferiore al 90 per cento devono ridurlo di 0,5 punti percentuali del PIL<sup>5</sup>;
- d) **salvaguardia di resilienza al disavanzo:** l'aggiustamento di bilancio deve garantire un margine di sicurezza prima che sia raggiunta la soglia di disavanzo del 3 per cento del PIL prevista dal Trattato, ovvero prima che il saldo strutturale raggiunga il -1,5 per cento del PIL. A tal fine, il miglioramento annuo richiesto per il saldo primario strutturale sarà pari a 0,4 punti percentuali del PIL per il

---

<sup>4</sup> Per gli scenari deterministici di analisi di sostenibilità del debito, gli shock sono progettati come: 1) differenziale più elevato tra tasso di interesse e tasso di crescita (r-g); 2) evento di stress finanziario; e 3) percorso più contenuto del saldo primario strutturale. In quasi tutti i casi, il più vincolante è lo shock di r-g, progettato come differenziale più elevato di 1 punto percentuale (tasso di interesse più elevato di 0,5 punti percentuali e tasso di crescita inferiore di 0,5 punti percentuali). L'evento di stress finanziario incorpora uno shock del tasso di interesse marginale di 1 punto percentuale più elevato, mentre lo scenario del saldo primario strutturale include un percorso più contenuto del saldo primario strutturale (di -1 punto percentuale di PIL).

<sup>5</sup> Tale condizione, specificamente destinata ai paesi con un debito elevato al fine di garantire un livello minimo di riduzione del debito, è valida per il periodo di aggiustamento (2025-2028 o 2025-2031). Tuttavia, nel caso di paesi soggetti a PDE basata sul disavanzo, è applicabile solo a partire dall'anno successivo all'abrogazione della PDE.

percorso di aggiustamento di quattro anni e a 0,25 punti percentuali per il percorso di sette anni.

**Sulla base di tali requisiti, vengono considerati diversi scenari di aggiustamento di bilancio per l'area dell'euro nel biennio 2025-2026 (cfr. la colonna di sinistra del grafico A).** Gli scenari iniziano dal percorso di aggiustamento "al valore nominale", che soddisfa i requisiti di cui sopra sulla base delle previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea<sup>6</sup>. Gli aggiustamenti medi annui richiesti sono calibrati in termini di variazioni del saldo primario strutturale per i percorsi di aggiustamento su quattro e sette anni. L'analisi considera inoltre tali scenari basati sullo scenario di base delle proiezioni di marzo 2024 formulate dagli esperti della BCE (mostrati nel grafico dalle linee a righe) escludendo l'aggiustamento, in termini di variazione del saldo primario strutturale, già incorporato in tale scenario di base<sup>7</sup>.

---

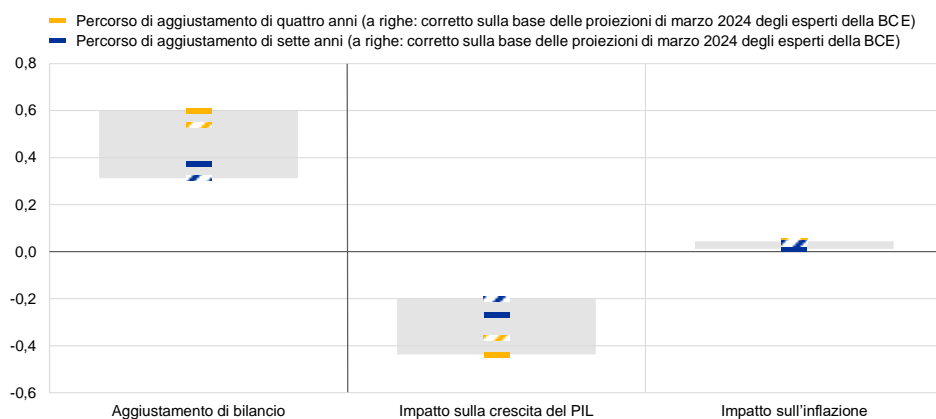
<sup>6</sup> L'accordo provvisorio dei legislatori dell'UE prevede che gli Stati membri presentino i piani strutturali nazionali di bilancio a medio termine entro il 20 settembre 2024. La Commissione trasmetterà preventivamente agli Stati membri degli orientamenti, sotto forma di traiettorie di riferimento, entro il 21 giugno 2024 al più tardi. Tali traiettorie di riferimento saranno basate sulle previsioni economiche della primavera 2024 formulate dalla Commissione europea.

<sup>7</sup> Tale aggiustamento è pari a 0,13 punti percentuali del PIL nel 2025 ed è prossimo allo zero nel 2026. Gli scenari basati sullo scenario di base della BCE tengono conto anche di eventuali variazioni delle misure di bilancio successive alle proiezioni di dicembre 2023 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, la cui data di ultimo aggiornamento è vicina alla data delle previsioni economiche formulate in autunno dalla Commissione europea. Infine, secondo le elaborazioni della BCE, lo sforzo medio annuo richiesto dalla variazione del saldo primario strutturale e il parametro di riferimento per la spesa (utilizzato per specificare le misure dei rispettivi piani) sono simili a livello aggregato dell'area dell'euro.

## Grafico A

Scenari di aggiustamento di bilancio per l'area dell'euro nell'ambito del nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio dell'UE e potenziali implicazioni macroeconomiche per il biennio 2025-2026

(in punti percentuali del PIL e in punti percentuali, medie annue per il 2025 e il 2026)



Fonti: elaborazioni degli esperti della BCE, previsioni economiche dell'autunno 2023 formulate dalla Commissione europea e proiezioni macroeconomiche di marzo 2024 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro.  
Note: aggiustamento di bilancio in punti percentuali del PIL (le cifre non riflettono le revisioni dei costi legati all'invecchiamento demografico disponibili dopo la data di ultimo aggiornamento delle elaborazioni contenute nel presente riquadro). Le cifre positive indicano un ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio. Gli scenari presentati ipotizzano che i paesi non utilizzino il margine di deviazione consentito dal "conto di controllo". Gli impatti macroeconomici si riferiscono alle deviazioni in punti percentuali rispetto allo scenario di base. Gli impatti sono calcolati per anno (e riflettono anche gli effetti ritardati dello shock di bilancio relativo all'anno precedente) e poi calcolati come media del 2025 e 2026. I risultati della simulazione relativa all'aggregato dell'area dell'euro sono medie di un insieme di tre modelli macroeconomici della BCE e dell'Eurosistema utilizzati nelle proiezioni. In due modelli le simulazioni sono condotte a livello di singolo paese e poi aggregate a livello di area dell'euro, mentre nel terzo modello lo shock di bilancio viene aggregato a livello di area dell'euro prima di simularne gli effetti macroeconomici.

**Per quanto riguarda l'impatto sull'orientamento aggregato delle politiche di bilancio dell'area dell'euro, l'adesione al nuovo quadro di riferimento dell'UE comporterebbe, nel complesso, un ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio per il biennio 2025-2026 rispetto allo scenario di base delle proiezioni di marzo 2024 formulate dagli esperti della BCE.** A seconda della durata del periodo di aggiustamento (da quattro a sette anni), al valore nominale gli scenari ipotizzano che i governi adottino misure di consolidamento previste dal nuovo quadro di riferimento per un valore compreso, in media, tra 0,4 e 0,6 punti percentuali del PIL nel biennio 2025-2026, mentre nello scenario corretto per lo sforzo già incorporato nello scenario di base della BCE, tali misure di consolidamento sarebbero pari a un valore compreso tra 0,3 e 0,5 punti percentuali del PIL<sup>8</sup>. In particolare, gli scenari che ipotizzano che tutti i paesi scelgano un periodo di aggiustamento di quattro anni possono essere considerati come limiti superiori per il biennio 2025-2026.

**Gli scenari di bilancio considerati nel presente riquadro comportano alcuni rischi al ribasso per la crescita, sebbene piuttosto contenuti, mentre l'impatto sull'inflazione è limitato (cfr. le colonne centrale e di destra del grafico A).**

Le simulazioni considerano una composizione dell'aggiustamento di bilancio specifica per paese qualora siano disponibili informazioni affidabili, orientata verso tagli ai trasferimenti pubblici e ai consumi delle amministrazioni pubbliche. In caso

<sup>8</sup> Gli scenari "al valore nominale" ipotizzano che i governi adottino nuove misure di consolidamento oltre a quelle già incluse nello scenario di base della BCE.



contrario, si ipotizza una composizione standardizzata, in cui una quota identica viene attribuita a quattro strumenti di bilancio (trasferimenti, consumi delle amministrazioni pubbliche, imposte indirette e imposte dirette e contributi previdenziali). Dato che gli investimenti delle amministrazioni pubbliche dovrebbero essere preservati secondo quanto previsto dal nuovo quadro di riferimento delle politiche di bilancio (in particolare per quanto riguarda gli investimenti pubblici e le riforme strutturali che si estendono su un orizzonte temporale di aggiustamento di sette anni), tale strumento è escluso dalle misure di consolidamento ipotizzate. Nel complesso, a livello aggregato di area dell'euro gli scenari ipotizzano che il 70 per cento del consolidamento sarà realizzato dal lato della spesa e il 30 per cento dal lato delle entrate (in quest'ultimo caso, meno della metà, o il 13 per cento del totale, sarà realizzato attraverso imposte indirette nette). Data tale composizione, gli scenari che utilizzano come riferimento le proiezioni di marzo 2024 formulate dagli esperti della BCE comporterebbero solo effetti modesti sul PIL, in particolare in caso di aggiustamento su un orizzonte temporale di sette anni. Gli effetti sull'inflazione sono generalmente contenuti. L'effetto positivo, molto modesto, sull'inflazione è da ricondurre al fatto che l'aumento delle imposte (nette) indirette (che può derivare da imposte indirette più elevate e/o da tagli ai sussidi sui prodotti) ha un effetto positivo immediato, sebbene temporaneo, sull'inflazione, mentre l'effetto delle variazioni di altri strumenti di bilancio sulla domanda (che frenano l'inflazione) è più contenuto e si manifesta più gradualmente.

**La portata e la natura degli aggiustamenti di bilancio e, analogamente, gli effetti macroeconomici presentati in questo esercizio sono caratterizzati da una notevole incertezza.** Tale incertezza deriva principalmente da:

a) aggiustamento di bilancio richiesto, nonché tempi e composizione del consolidamento, che devono essere ancora concordati nei piani strutturali di bilancio nazionali a seguito delle discussioni bilaterali tra gli Stati membri e la Commissione; b) rischi di attuazione pratica; c) potenziali variazioni delle previsioni formulate dalla Commissione europea (previsioni della primavera 2024 rispetto a quelle dell'autunno 2023); e d) altri fattori macroeconomici e finanziari. Per quanto riguarda l'attuazione, i rischi possono derivare anche dalla flessibilità consentita ex post qualora i paesi usufruissero del margine di deviazione previsto dal "conto di controllo". Tale conto è stato introdotto per monitorare le deviazioni cumulate verso l'alto o verso il basso della spesa netta effettiva rispetto al percorso di spesa netta concordato e registra un debito se la spesa netta annua effettiva di un paese è superiore al percorso di spesa netta concordato, un credito se è inferiore a tale percorso. Quando il saldo cumulato del conto di controllo supera lo 0,6 per cento del PIL, la Commissione può avviare una procedura per i disavanzi eccessivi. È possibile avviare tale procedura anche nel caso in cui il debito marginale del conto di controllo superi lo 0,3 per cento in un anno<sup>9</sup>.

**Nella sua dichiarazione sull'orientamento delle politiche di bilancio per il 2025, l'Eurogruppo ha sottolineato l'impegno a garantire che il nuovo quadro di**

<sup>9</sup> Inoltre, i paesi con un debito basso e con un basso disavanzo (cfr. la nota 3 a piè di pagina) potrebbero non richiedere informazioni tecniche alla Commissione. In questo caso, non saranno vincolati agli aggiustamenti, riducendo ulteriormente la portata dell'aggiustamento di bilancio considerato nel presente riquadro.

**riferimento sia attuato in modo coerente e rapido**<sup>10</sup>. Ciò dovrebbe contribuire al miglioramento della sostenibilità delle finanze pubbliche attraverso percorsi di riduzione del debito adeguati e differenziati per i vari paesi, sostenuti da avanzi primari futuri. Come mostrato nel presente riquadro, per il biennio 2025-2026 l'impatto stimato sull'inflazione è contenuto in tutti gli scenari, mentre sono presenti alcuni rischi al ribasso per la crescita a breve termine nel caso in cui gli aggiustamenti richiesti siano soddisfatti su un orizzonte temporale breve e per intero (in aggiunta alle misure di bilancio già in vigore). Tali effetti sulla crescita sembrerebbero essere più contenuti se si considera la flessibilità disponibile prevista dal nuovo quadro di riferimento per le politiche di bilancio<sup>11</sup>. In particolare, gli aggiustamenti di bilancio potrebbero essere attenuati nel tempo per sostenere la crescita attraverso incentivi agli investimenti pubblici e alle riforme strutturali. Infine, i possibili effetti sul clima di fiducia, derivanti, ad esempio, da minori differenziali di rendimento dei titoli sovrani o da prospettive di crescita potenziale più elevate (non considerati nel presente riquadro), potrebbero attenuare l'impatto al ribasso nel breve periodo sulla crescita, in particolare per i paesi con un debito elevato.

---

<sup>10</sup> Cfr. la [dichiarazione dell'Eurogruppo sull'orientamento delle politiche di bilancio per il 2025](#).

<sup>11</sup> Tuttavia, ritardi nell'aggiustamento di bilancio e, di conseguenza, nella riduzione dei livelli del debito comporterebbero aggiustamenti più elevati in futuro.

# Articoli

## 1 Fiducia nella BCE: evidenze dall'indagine sulle aspettative dei consumatori

a cura di Ferdinand Dreher

### 1 Introduzione

**La fiducia dei residenti dell'area dell'euro nella BCE è importante per l'efficacia della sua politica monetaria.** L'euro stesso si basa sulla fiducia dei suoi utilizzatori, analogamente a qualsiasi altra moneta fiduciaria, ed è dimostrato che una maggiore fiducia nell'operato della BCE consenta di ancorare più saldamente le aspettative di inflazione<sup>1</sup>. La fiducia è pertanto essenziale per l'efficace conduzione della politica monetaria; tuttavia, le diverse crisi globali e la maggiore incertezza a livello mondiale dall'inizio della pandemia, unitamente all'inflazione elevata osservata negli ultimi due anni, hanno puntato i riflettori sulle banche centrali. Pertanto, approfondire la comprensione dello stato di fiducia nella BCE è particolarmente rilevante.

**La BCE monitora la fiducia nei suoi confronti prevalentemente attraverso le indagini.** Un indicatore importante per valutare la fiducia è l'Eurobarometro standard della Commissione europea, un'indagine che dal 1999 viene condotta per rilevare le opinioni dei cittadini europei, con una particolare attenzione alle opinioni relative alla BCE. Agli intervistati viene chiesto se "tendono ad avere fiducia" o "tendono a non avere fiducia" nella BCE e, di conseguenza, l'indagine fornisce opzioni di risposta binarie<sup>2</sup>.

**Dal 2020 la BCE conduce l'indagine sulle aspettative dei consumatori (Consumer Expectations Survey, CES), utilizzata prevalentemente per rilevare la situazione economica e le aspettative sul futuro dei residenti nell'area dell'euro, ma contenente anche quesiti relativi alla fiducia nella BCE<sup>3</sup>.**

Sebbene l'evoluzione della fiducia nei confronti della BCE sia spesso analizzata a livello aggregato (in genere a livello nazionale o dell'area dell'euro), diversi fattori socio-demografici e opinioni economiche specifici di ciascun individuo sono stati

---

<sup>1</sup> Cfr., ad esempio, Christelis, D., Georganakos, D., Jappelli, T. e van Rooij, M., "Trust in the Central Bank and Inflation Expectations", *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n. 6, 2020, pagg. 1-37.

<sup>2</sup> L'indagine Eurobarometro pone il seguente quesito: "Per favore, indichi se tende ad avere o a non avere fiducia nelle seguenti istituzioni europee: [NOME DELL'ISTITUZIONE]". Gli intervistati possono anche rispondere "non so", una risposta fornita dal 15 per cento dei partecipanti all'edizione più recente dell'indagine.

<sup>3</sup> Relativamente alla fiducia, l'indagine CES pone il seguente quesito: "Quanta fiducia ripone in ciascuna delle istituzioni e organizzazioni indicate di seguito? BCE; Parlamento europeo; Commissione europea; Nazioni Unite; banca centrale nazionale. (Si prega di valutare il livello di fiducia su una scala da 0 a 10, in cui 0 equivale a nessuna fiducia nell'istituzione e 10 indica la piena fiducia)".

individuati alla base della fiducia in questa istituzione<sup>4</sup>. Un'analisi approfondita a livello dell'individuo intervistato, pertanto, potrebbe fornire maggiori indicazioni sulla natura della fiducia e sul modo in cui le dinamiche aggregate riflettono le caratteristiche della fiducia fra gli individui.

**La granularità dell'indagine CES consente di condurre un'analisi più dettagliata rispetto all'indagine Eurobarometro, in particolare a livello individuale.** Il presente articolo approfondisce l'analisi delle opinioni degli individui intervistati sulla fiducia nella BCE avvalendosi di tre caratteristiche dell'indagine CES. In primo luogo, la scala da 0 a 10 per le risposte al quesito sulla fiducia consente una differenziazione tra individui i cui livelli di fiducia si collocano da un estremo all'altro all'interno di uno spettro, offrendo pertanto una maggiore granularità delle risposte rispetto al quesito analogo nell'indagine Eurobarometro. In secondo luogo, l'indagine CES segue gli stessi partecipanti nel corso di diverse edizioni, mentre nell'indagine Eurobarometro gli intervistati cambiano a ogni edizione<sup>5</sup>. Ciò consente di rilevare nel tempo le variazioni della fiducia a livello individuale e non solo a livello aggregato. In terzo luogo, nell'indagine CES il quesito sulla fiducia riguarda non solo le istituzioni della UE ma anche la banca centrale dell'intervistato, un aspetto non esplorato nell'indagine Eurobarometro. Le due indagini differiscono anche sotto altri aspetti<sup>6</sup>; tuttavia, per un confronto diretto dei risultati ricavati da entrambe è necessario disporre di una serie di dati più estesa nel tempo per l'indagine CES, in quanto quest'ultima viene condotta solo da quattro anni.

Dopo una presentazione dei risultati aggregati relativi alla fiducia nella BCE in entrambe le indagini, Eurobarometro e CES, il presente articolo si concentra in particolare sulle evidenze che si possono ricavare dalle tre caratteristiche dell'indagine CES descritte sopra.

## 2 La fiducia nella BCE dall'inizio della pandemia

**In termini aggregati, secondo l'indagine Eurobarometro, la fiducia nell'operato della BCE si è mantenuta su livelli relativamente alti durante la pandemia e nel successivo periodo di inflazione elevata.** Nei paesi dell'area dell'euro la fiducia media è diminuita notevolmente durante la crisi finanziaria globale e la crisi dei debiti sovrani, ma nel periodo successivo è lentamente risalita (cfr. il grafico 1). Nell'indagine Eurobarometro più recente, condotta a ottobre e novembre 2023, il 43 per cento degli intervistati dell'area dell'euro ha espresso fiducia nella BCE,

<sup>4</sup> Per evidenze sui fattori socio-demografici, cfr., ad esempio, Ehrmann, M., Soudan, M. e Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 115, n. 3, luglio 2013, pagg. 781-807. Per evidenze sulla correlazione fra le aspettative degli intervistati rispetto alla propria situazione finanziaria futura e la fiducia nella BCE, cfr., ad esempio, van der Cruysen, C. e Samarina, A., "Drivers of trust in the ECB during the pandemic", *Applied Economics*, vol. 55, n. 13, 2023, pagg. 1454-1476.

<sup>5</sup> Nella fase pilota dell'indagine CES, condotta ad aprile 2020, sono stati intervistati circa 10.000 consumatori provenienti dai sei maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio), fornendo dati rappresentativi a livello nazionale. A partire dal 2022 l'indagine è stata estesa ad altri cinque paesi (Austria, Finlandia, Portogallo, Grecia e Irlanda), portando a 19.000 il totale dei consumatori intervistati.

<sup>6</sup> Le differenze tra l'indagine Eurobarometro standard e l'indagine CES riguardano la formulazione e la disposizione dei quesiti, le tecniche di campionamento, la copertura geografica e la frequenza.

mentre il 42 per cento ha dichiarato di non avere fiducia nell'istituzione e il 15 per cento ha risposto "non so". La fiducia netta nella BCE, definita come la differenza tra la quota percentuale di intervistati che "tendono ad avere fiducia" nella BCE e la quota percentuale di intervistati che "tendono a non avere fiducia", è stata pertanto lievemente positiva. Dopo essere aumentata nel periodo compreso tra il 2020 e la metà del 2021, è scesa in territorio negativo all'inizio del 2022 per poi tornare ai livelli precedenti la pandemia<sup>7</sup>. Questa relativa stabilità si è protratta nonostante l'inflazione elevata e le tensioni a livello mondiale senza precedenti fossero menzionate come principale fonte di preoccupazione a partire dal 2021.

**La fiducia nella BCE rilevata mediante l'indagine CES a partire dalla sua introduzione nel 2020 ha mostrato andamenti analoghi.** Sebbene le differenze metodologiche e il campione di indagine più breve non consentano di confrontare direttamente l'indagine CES e le indagini quali l'Eurobarometro, si osserva un comovimento delle risposte nei due tipi di indagine. Ai partecipanti all'indagine CES viene chiesto, con cadenza mensile, di dichiarare quanta fiducia ripongono nella BCE su una scala da 0 a 10 e la fiducia media è attualmente prossima al livello originario osservato all'inizio della pandemia: appena al di sopra di 5, il punto intermedio della scala. Un lieve aumento della fiducia media nella BCE è stato registrato nel periodo compreso tra aprile 2020 e la metà del 2021, contestualmente all'attuazione, dopo l'insorgere della pandemia, di una serie di misure di policy sia da parte delle banche centrali, quali la BCE, sia da parte di altre istituzioni dell'UE e dei governi nazionali. Tale aumento della fiducia nella BCE è stato seguito da un calo più graduale di pari entità a partire dalla metà del 2021 (cfr. il grafico 1), un periodo durante il quale l'inflazione è salita a un livello ben superiore all'obiettivo del 2 per cento e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia ha avuto un impatto rilevante sull'economia dell'area dell'euro.

---

<sup>7</sup> Alcuni aspetti della metodologia di indagine dell'Eurobarometro sono stati modificati durante la pandemia; ad esempio, in molti casi non è stato possibile condurre interviste dirette, che in precedenza venivano effettuate presso il domicilio degli intervistati. Le variazioni dei risultati aggregati dell'indagine Eurobarometro potrebbero pertanto riflettere anche le modifiche apportate alla metodologia, limitando di conseguenza la comparabilità dei risultati tra le edizioni dell'indagine condotte nel periodo della pandemia. Inoltre, durante la pandemia non è stato possibile svolgere, come di consuetudine, due indagini l'anno, pertanto nel 2020 è stata pubblicata una indagine, nel 2021 e nel 2022 due indagini e nel 2023 tre indagini.

## Grafico 1

### Fiducia nella BCE secondo l'indagine Eurobarometro e l'indagine sulle aspettative dei consumatori

(scala di sinistra: fiducia netta nella BCE tra gli intervistati dell'area dell'euro (Eurobarometro), valori percentuali; scala di destra: fiducia media nella BCE (CES), scala da 0 a 10)



Fonti: Eurobarometro standard, indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati dell'Eurobarometro standard si riferiscono alle edizioni da 51 (primavera 1999) a 100 (autunno 2023). La fiducia netta corrisponde alla differenza tra la percentuale di intervistati che ha risposto "tende ad avere fiducia" e la percentuale che ha risposto "tende a non avere fiducia". Gli intervistati che hanno risposto "non so" non sono considerati. I dati dell'indagine CES sono una media ponderata e si riferiscono alle edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2023. Nell'indagine CES la fiducia è misurata su una scala da 0 a 10 (in cui 0 equivale a nessuna fiducia e 10 equivale a piena fiducia).

**In assenza di una metodologia appropriata come quella dell'indagine CES, finora le analisi sulla fiducia nella BCE non si sono concentrate sull'evoluzione nel tempo della fiducia dei singoli individui.** Sebbene le evidenze ricavate debbano essere interpretate con cautela, considerato il limitato numero di anni coperti, l'indagine CES consente di identificare alcuni aspetti relativi alla natura della fiducia nella BCE che non è possibile rilevare con l'indagine Eurobarometro. In particolare, la struttura panel dell'indagine CES consente di valutare se la stabilità relativa nel tempo della fiducia a livello aggregato si riscontra anche a livello individuale. La ricerca accademica si è generalmente concentrata sulle differenze della fiducia tra i vari individui in un dato momento, mentre le analisi delle politiche pubbliche di solito valutano come la fiducia evolve nel tempo all'interno di ampi gruppi socio-demografici<sup>8</sup>. Ciononostante, l'aspetto temporale della fiducia del singolo individuo è essenziale per comprendere la fiducia generale, incluso il grado di radicamento di opinioni specifiche sulla BCE.

**La fiducia degli intervistati nella BCE in genere mostra solo eventuali variazioni marginali rispetto al mese precedente.** Alla luce della frequenza elevata dell'indagine CES e dell'opinione comune nella letteratura accademica secondo cui la fiducia nelle istituzioni si costruisce gradualmente, gli intervistati rivedono solo in misura marginale il proprio livello di fiducia tra le edizioni mensili

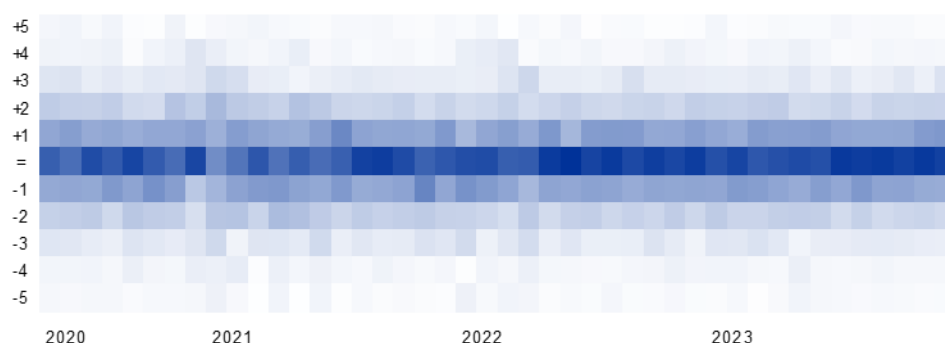
<sup>8</sup> Una parziale eccezione è costituita dall'analisi condotta da Stanislawska, E. e Paloviita, M., *Responsiveness of Consumers' Medium-Term Inflation Expectations: Evidence from a New Euro Area Survey*, SSRN, novembre 2022. Tale analisi monitora i partecipanti a edizioni consecutive dell'indagine CES e mostra che le loro aspettative sull'inflazione a medio termine si adeguano a fronte delle variazioni delle aspettative di inflazione a breve termine e, in misura minore, dell'inflazione percepita, ma questo meccanismo è più debole per gli individui che hanno un elevato livello di fiducia nella BCE.

dell'indagine<sup>9</sup>. Nello specifico, circa un terzo degli intervistati in ciascuna edizione dell'indagine non modifica affatto il proprio livello di fiducia, mentre un ulteriore terzo degli intervistati lo modifica di solo +/-1 (cfr. il grafico 2)<sup>10</sup>. Le variazioni sono in genere distribuite simmetricamente, determinando solo variazioni aggregate modeste rispetto al mese precedente. Gli andamenti delle variazioni della fiducia osservate su base mensile restano ampiamente coerenti su orizzonti temporali più lunghi, come ad esempio le variazioni trimestrali o sui dodici mesi della fiducia degli intervistati.

## Grafico 2

### Distribuzione delle variazioni della fiducia dei singoli intervistati rispetto al mese precedente

(asse delle ordinate: variazione del livello di fiducia; ombreggiatura: quote percentuali di intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES relative alle edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2023. L'ombreggiatura della cella riflette la percentuale di intervistati in una data edizione dell'indagine (mese) che ha modificato il livello di fiducia nella BCE rispetto al mese precedente nella misura mostrata sulla scala. Una ombreggiatura più scura indica una percentuale maggiore di intervistati: ad esempio, la percentuale più elevata si osserva a giugno 2022, quando il 38 per cento degli intervistati ha segnalato un livello di fiducia invariato rispetto all'edizione di indagine (mese) precedente. Per semplicità, le variazioni sul mese precedente maggiori di +5 o -5 non sono riportate, in quanto si riferiscono a meno del 5 per cento degli intervistati in ciascuna edizione. Per evitare gli effetti di permanenza, il grafico si basa sugli intervistati che hanno partecipato all'indagine per la seconda volta (consecutiva).

**La variazione della fiducia nel panel dei partecipanti all'indagine CES è determinata principalmente dalle differenze tra gli intervistati.** Considerato che la variazione della fiducia degli individui nel tempo è relativamente limitata, nell'intero campione la variazione deriva principalmente dalle differenze tra gli intervistati piuttosto che da modifiche alle risposte individuali. Ciò è confermato dalla scomposizione della deviazione standard dei livelli di fiducia del panel di partecipanti all'indagine CES, dalla quale si evince che la variazione della fiducia tra gli intervistati è due volte superiore a quella osservata per i singoli partecipanti nel

<sup>9</sup> Le risposte degli intervistati all'indagine mostrano un "effetto di permanenza", ovvero più numerose sono le edizioni dell'indagine alle quali hanno partecipato, più alta è la probabilità che il punteggio di fiducia sia analogo a quello segnalato nell'edizione precedente. La probabilità che un individuo modifichi il punteggio relativo alla fiducia rispetto al mese precedente è pari a circa il 70 per cento nelle prime edizioni in cui partecipa, poi diminuisce gradualmente, stabilizzandosi attorno al 55-60 per cento con la partecipazione a ulteriori edizioni dell'indagine. Il momento in cui l'individuo aderisce all'indagine non condiziona il verificarsi di tale effetto, che vale per la fiducia in tutte le istituzioni. A causa di tale tendenza, è importante distinguere tra gli intervistati che hanno partecipato a numerose indagini e quelli che ne hanno completate solo alcune. Nel grafico 2, pertanto, è riportata solo la variazione della fiducia rispetto al mese precedente dei singoli intervistati che hanno partecipato all'indagine per la seconda volta. Complessivamente, nell'indagine l'effetto di permanenza è in parte attenuato dal fatto che a ogni edizione partecipano nuovi intervistati e, contestualmente, un numero di partecipanti esce dal panel.

<sup>10</sup> L'indagine CES non ricorda agli intervistati la risposta che hanno fornito allo stesso quesito nelle edizioni precedenti. Considerato che il quesito utilizza una scala di 11 punti, ciò indica una forte stabilità dei livelli di fiducia su base mensile.

tempo<sup>11</sup>. In altri termini, sebbene le differenze tra gli intervistati siano relativamente elevate, i livelli di fiducia dei singoli intervistati sono relativamente stabili.

### 3 Differenze nel grado di fiducia tra gli intervistati

#### La scala granulare (0-10) dell'indagine CES consente una distinzione più dettagliata tra fiducia e assenza di fiducia rispetto all'indagine Eurobarometro.

Alla luce del fatto che la fiducia è spesso considerata un sentimento che si costruisce progressivamente nel tempo, una scala granulare consente di valutare meglio l'evoluzione della fiducia, in particolare agli estremi, mentre le variabili binarie nascondono tali informazioni granulari.

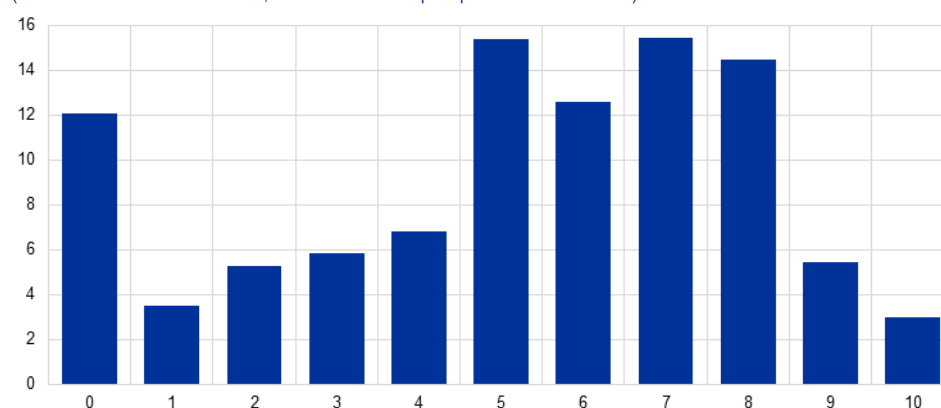
#### I microdati dell'indagine CES confermano che la fiducia non è un concetto binario.

La granularità della scala delle risposte dell'indagine CES dimostra che la fiducia non è limitata alle risposte "sì" o "no", ma si estende su uno spettro (cfr. il grafico 3). Sebbene la fiducia media nella BCE si collochi sopra il punto intermedio della scala per l'intero campione, alcuni individui hanno molta fiducia nella BCE, altri ne hanno meno e altri ancora ne hanno pochissima. Questi diversi gradi di fiducia potrebbero determinare atteggiamenti e comportamenti diversi. Su una scala da 0 a 10, il livello di fiducia osservato per la maggior parte dei partecipanti è compreso tra 5 e 8. Nell'edizione di dicembre 2023, la coda sinistra di tale distribuzione bi-modale era caratterizzata da circa il 12 per cento degli intervistati che ha dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE, mentre una percentuale minore di intervistati ha espresso piena fiducia<sup>12</sup>.

#### Grafico 3

##### Distribuzione dei valori della fiducia, dicembre 2023

(asse delle ascisse: livello di fiducia; asse delle ordinate: quote percentuali di intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.  
Nota: stime ponderate dell'indagine CES per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2023.

<sup>11</sup> All'interno di un panel, la variazione totale della fiducia dell'individuo  $i$  al tempo  $t$  può essere scomposta in una variazione derivante dalle differenze della fiducia media tra gli intervistati (variazione tra individui) e nella variazione rimanente generata nel tempo ma per lo stesso intervistato (variazione interna).

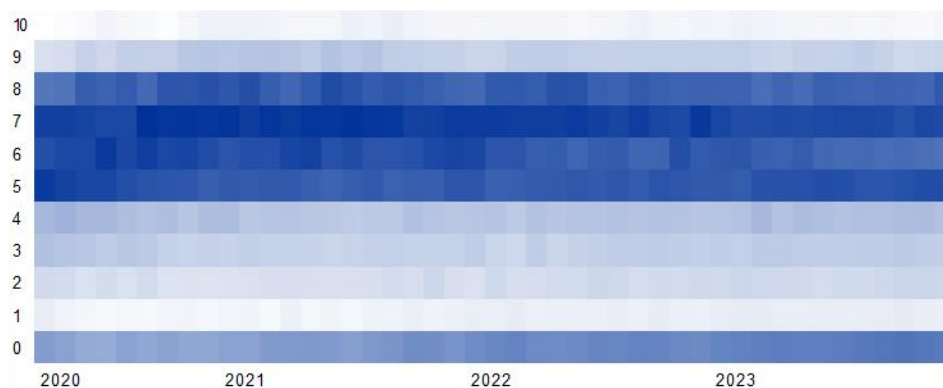
<sup>12</sup> Ciò conferma le tendenze stilizzate utilizzando i dati dell'indagine CES fino a marzo 2021. Cfr. van der Cruysen, C. e Samarina, A., "Drivers of trust in the ECB during the pandemic", op. cit.



**La distribuzione aggregata delle espressioni di fiducia è relativamente stabile nel tempo.** Pur attraversando un periodo di grande incertezza a causa delle numerose crisi susseguitesesi nell'arco di un breve periodo di tempo, la distribuzione dei valori della fiducia è rimasta stabile (cfr. il grafico 4), riflettendo la stabilità delle opinioni a livello individuale.

**Grafico 4**  
Distribuzione della fiducia nel tempo

(asse delle ordinate: livello di fiducia; ombreggiatura: quote percentuali di intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES relative alle edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2023. L'ombreggiatura della cella riflette la percentuale di intervistati in una data edizione dell'indagine (mese) che ha espresso il livello di fiducia nella BCE mostrato sulla scala. Una ombreggiatura più scura indica una percentuale maggiore di intervistati: ad esempio, la percentuale più elevata si osserva a settembre 2020, quando il 17 per cento degli intervistati ha segnalato un livello di fiducia pari a 7.

**Una maggioranza significativa di partecipanti all'indagine ha espresso una certa fiducia o un elevato livello di fiducia nella BCE, mentre coloro che hanno espresso una totale mancanza di fiducia rimangono un gruppo relativamente ristretto.** Il questionario dell'indagine CES informa gli intervistati che un punteggio pari a 10 equivale alla piena fiducia nell'istituzione, mentre un punteggio pari a 0 equivale a nessuna fiducia<sup>13</sup>. In pratica, ogni intervistato potrebbe attribuire una propria interpretazione ai diversi valori indicati nella scala. Ad esempio, il punteggio 0 assegnato da un individuo potrebbe indicare la completa assenza di fiducia, ma potrebbe anche riflettere una sfiducia attiva ("fiducia negativa"). Di fatto, la percentuale relativamente elevata di intervistati con un livello di fiducia pari a 0, rispetto al livello pari a 1, suggerisce che i punteggi individuali pari a 0 riflettono diversi sentimenti sottostanti. La distribuzione dei livelli di fiducia, pertanto, è potenzialmente censurata a sinistra. Diversi studi sottolineano che il concetto di

<sup>13</sup> Ai punteggi da 1 a 9 non viene assegnata una definizione concreta.

sfiducia non coincide con l'assenza di fiducia e che potrebbe implicare una maggiore familiarità con ciò che si giudica<sup>14</sup>.

**All'avvio dell'indagine, la percentuale di intervistati che ha dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE si collocava attorno al 9 per cento, ed è leggermente aumentata a metà del 2021 dopo che l'inflazione ha iniziato a salire oltre il 2 per cento, raggiungendo il 12 per cento a dicembre 2023.**

Mentre il livello medio di fiducia nella BCE è aumentato leggermente nel 2020 e, in seguito, è diminuito molto gradualmente fino a raggiungere il valore iniziale a dicembre 2023, a partire dal 2020 la percentuale di intervistati che ha dichiarato di non avere alcuna fiducia è aumentata di circa 3 punti percentuali. Pur variando notevolmente da un paese all'altro, nel periodo del campione tale percentuale è gradualmente cresciuta nella maggior parte dei paesi. In alcuni paesi è diminuita nel 2022 e nel 2023, in concomitanza con il calo dei tassi di inflazione.

**In generale, gli intervistati che non hanno alcuna fiducia restano critici su orizzonti temporali più lunghi.** Nel periodo campione relativamente breve dell'indagine CES, è probabile che quasi l'80 per cento degli intervistati che nell'edizione precedente aveva dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE resti della stessa opinione anche nell'edizione corrente (cfr. la cella blu scuro del grafico 5). È più probabile, inoltre, che gli intervistati che hanno dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE esprimano lo stesso livello di fiducia nell'edizione successiva dell'indagine rispetto agli intervistati che hanno dichiarato di avere piena fiducia<sup>15</sup>. Considerato che i livelli di fiducia dei singoli intervistati che hanno dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE rimangono, di conseguenza, piuttosto stabili da un mese all'altro, la fiducia che raggiunge un livello pari a 0 potrebbe rimanere tale per un periodo di tempo prolungato. Ciò conferma l'evidenza che la variazione tra individui incide sulla variazione complessiva in misura maggiore rispetto alla variazione dei singoli individui nel tempo. Sarà possibile stabilire se tale conclusione valga anche su un orizzonte temporale più lungo, compresi periodi più favorevoli da un punto di vista economico e geopolitico, solo quando il campione dell'indagine sarà più esteso.

---

<sup>14</sup> Diversi studi sulla psicologia (cfr., ad esempio, Hardin, R., *Trust and trustworthiness*, Russell Sage Foundation, 2002), sull'organizzazione (cfr., ad esempio, Lewicki, R.J., McAllister, D.J. e Bies, R.J., "Trust and Distrust: New Relationships and Realities", *The Academy of Management Review*, vol. 23, n. 3, luglio 1998, pagg. 438-458) e sul marketing (cfr., ad esempio, Harrison McKnight, D. e Chervany, N.L., "Trust and Distrust Definitions: One Bite at a Time", in Falcone, R., Singh, M. e Tan, Y.H. (a cura di), *Trust in Cyber-societies, Lecture Notes in Computer Science*, vol. 2246, Springer, dicembre 2001) (per una panoramica, cfr. Van De Walle, S. e Six, F., "Trust and Distrust as Distinct Concepts: Why Studying Distrust in Institutions is Important", *Institutions and Governance in Comparative Policy Analysis Studies*, Routledge, 2020) sostengono che fiducia e sfiducia sono concetti distinti e che l'assenza di fiducia non coincide con la sfiducia e viceversa. La fiducia e la sfiducia, contrariamente alla semplice assenza di fiducia, implicano una disposizione attiva che comprende un'aspettativa riguardo all'oggetto di fiducia o di sfiducia. Pertanto, entrambe potrebbero essere correlate più positivamente alla conoscenza piuttosto che alla semplice assenza di fiducia.

<sup>15</sup> Su una scala da 0 a 10, un individuo che dichiara un livello di fiducia pari a 0 o a 10 può rivedere tale livello solo in un'unica direzione (verso l'alto partendo da 0 o verso il basso partendo da 10) oppure mantenerlo invariato. È prevedibile, pertanto, che la probabilità di mantenere invariato il livello di fiducia è maggiore ai due estremi della scala.

## Grafico 5

### Variazioni del livello di fiducia rispetto al mese precedente, per livello di fiducia nell'edizione precedente dell'indagine

(asse delle ascisse: livello di fiducia precedente; asse delle ordinate: variazione del livello di fiducia; ombreggiatura: quote percentuali di intervistati)

+5	2	2	2	2	1	1					
+4	1	4	4	4	4	1	1				
+3	3	4	7	7	7	5	2	1			
+2	4	9	9	14	13	10	10	4	2		
+1	8	20	19	17	24	19	23	21	12	9	
=	79	32	32	26	23	41	34	39	43	39	57
-1		26	15	17	15	11	19	20	24	29	17
-2			10	6	7	6	6	9	10	11	11
-3				5	2	3	3	3	5	6	5
-4					3	1	1	2	2	3	4
-5						2	0	1	1	2	3
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Livello di fiducia nell'edizione precedente										

Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2023. L'ombreggiatura della cella riflette la percentuale di intervistati per i quali è stata osservata una data variazione della fiducia nella BCE nell'edizione corrente dell'indagine rispetto all'edizione precedente. Una ombreggiatura più scura indica una percentuale maggiore di intervistati: ad esempio, la percentuale più elevata nel grafico corrisponde al 79 per cento degli intervistati con livello di fiducia pari a 0 nell'edizione precedente che non ha modificato il proprio livello di fiducia nell'edizione corrente. Per semplicità, le variazioni sul mese precedente maggiori di +5 o -5 non sono riportate, in quanto si riferiscono a meno del 5 per cento degli intervistati.

### La fiducia nella BCE sembra essere associata alle aspettative di inflazione e ad altre aspettative relative agli andamenti economici.

Tra gli intervistati che hanno dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE, in media circa il 40 per cento nel periodo campione si attendeva che i prezzi aumentassero considerevolmente nei tre anni successivi (cfr. il pannello a) del grafico 6). Per contro, solo circa il 20 per cento degli intervistati che ha dichiarato di avere piena fiducia nella BCE si attendeva che i prezzi aumentassero notevolmente<sup>16</sup>. Anche le aspettative medie di inflazione espresse in termini quantitativi sono state costantemente più elevate tra gli intervistati che hanno dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE rispetto ai partecipanti che hanno dichiarato di avere piena fiducia. Tale divario, tuttavia, non è stabile nel tempo e aumenta in modo significativo nei periodi di inflazione più elevata (cfr. il pannello b) del grafico 6), suggerendo potenzialmente che la fiducia, almeno nel breve termine, è in grado di ancorare le aspettative di inflazione in presenza di

<sup>16</sup> Le aspettative di inflazione sono reattive agli andamenti economici in tutti i livelli di fiducia. La percentuale complessiva di intervistati con aspettative di inflazione elevate aumenta e diminuisce nel tempo, sostanzialmente in linea con gli andamenti dell'inflazione effettiva nei mesi precedenti. Le percentuali di intervistati con aspettative di inflazione elevate si muovono di pari passo tra i livelli di fiducia e, pertanto, le percentuali in termini assoluti variano in misura considerevole, ma la differenza tra la percentuale di intervistati che dichiara di avere piena fiducia e quella che dichiara di non avere alcuna fiducia rimane costante.

uno shock economico, a conferma dei risultati osservati in letteratura<sup>17</sup>. Oltre ad aspettative di inflazione inferiori, i partecipanti che hanno piena fiducia nella BCE rivelano aspettative sulla disoccupazione inferiori e aspettative più elevate in merito alla crescita economica nei dodici mesi successivi.

---

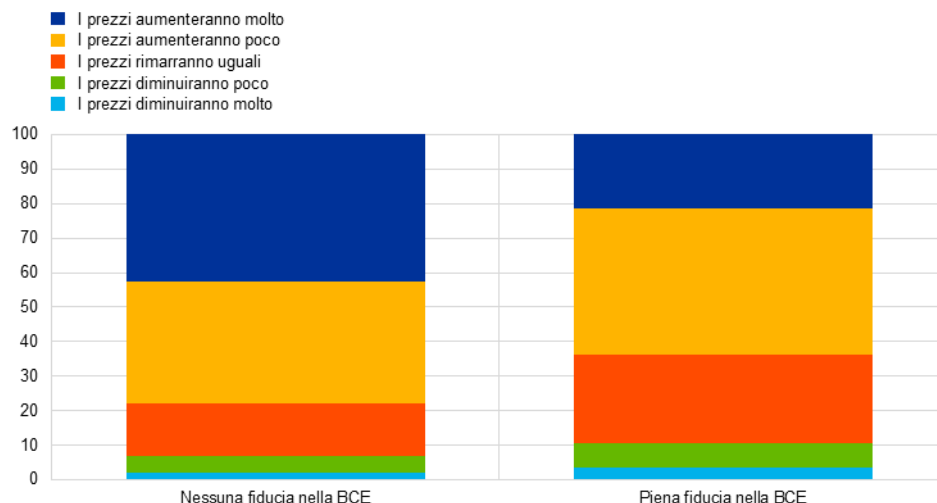
<sup>17</sup> La fiducia nella BCE è rimasta stabile per diversi mesi in seguito allo shock economico provocato dall'invasione russa dell'Ucraina, nonostante l'aumento delle aspettative di inflazione, cfr. Georgarakos, D., Kenny, G. e Meyer, J., "[Recent changes in consumers' medium-term inflation expectations – a detailed look](#)", *Research Bulletin*, n. 104, BCE, febbraio 2023. Più in generale, la letteratura accademica dimostra l'impatto della fiducia sull'ancoraggio delle aspettative di inflazione e, di recente, le ricerche hanno iniziato a focalizzarsi anche sull'impatto dell'inflazione sulla fiducia. Studi recenti si avvalgono di variabili strumentali quali la fiducia nelle altre persone (cfr. Christelis, D. et al., op. cit., e Brouwer, N. e de Haan, J., "[Trust in the ECB: Drivers and consequences](#)", *European Journal of Political Economy*, vol. 74, settembre 2022, pagg. 1-14) e nelle istituzioni in generale (Mellina, S. e Schmidt, T., "[The role of central bank knowledge and trust for the public's inflation expectations](#)", *Discussion Papers*, n. 32/2018, Deutsche Bundesbank, 2018) per comprovare che gli individui con livelli di fiducia più elevati hanno aspettative di inflazione inferiori e più in linea con l'obiettivo della banca centrale. Cfr., inoltre, Rumler, F. e Valderrama, M.T., "Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data", *Economic Modelling*, vol. 87, maggio 2020, pagg. 8-23; van der Cruysen, C. e Samarina, A., "Trust in the ECB in turbulent times", *DNB Working Papers*, n. 722, De Nederlandsche Bank, luglio 2021 e Stanislawska, E. e Paloviita, M., op. cit., per evidenze sulla capacità della fiducia di ancorare le aspettative di inflazione. Van der Cruysen, C., de Haan, J. e van Rooij, M., in "[The impact of high inflation on trust in national politics and central banks](#)", *DNB Working Papers*, n. 762, De Nederlandsche Bank, gennaio 2023, osservano che una maggiore inflazione percepita ha un impatto negativo sulla fiducia, mentre Farvaque, E., Hayat, M.A. e Mihailov, A., in "Who Supports the ECB? Evidence from Eurobarometer Survey Data", *The World Economy*, vol. 40, n. 4, aprile 2017, pagg. 654-677, suggeriscono che la fiducia dipende dall'inflazione attesa.

## Grafico 6

### Aspettative di inflazione per livello di fiducia nella BCE

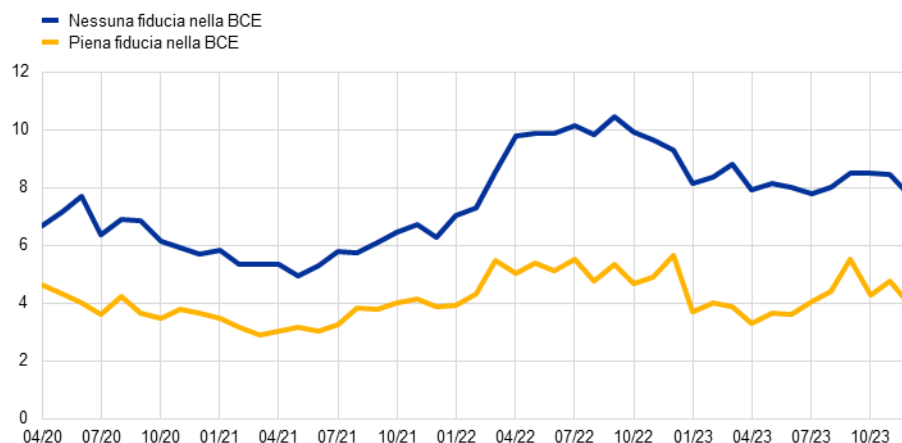
#### a) Percentuali di intervistati con aspettative di inflazione specifiche (qualitative)

(quote percentuali di intervistati)



#### b) Aspettative di inflazione nel tempo (quantitative)

(aspettative medie di inflazione; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES relative alle edizioni mensili da aprile 2020 a dicembre 2023. "Nessuna fiducia nella BCE" indica un livello di fiducia pari a 0; "Piena fiducia nella BCE" indica un livello di fiducia pari a 10. Le aspettative medie di inflazione nel pannello b) sono winsorizzate al 2° e al 98° percentile per ogni edizione dell'indagine e per ciascun paese. Il quesito sulle aspettative quantitative di inflazione è aperto.

## Riquadro 1

### Partecipanti agli estremi della scala di fiducia

a cura di Marc Beckmann e Ferdinand Dreher

Come illustrato nella sezione 3 del presente articolo, sebbene il gruppo di intervistati che dichiara di non avere alcuna fiducia nella BCE sia relativamente ristretto e rappresenti circa il 10 per cento dei partecipanti all'indagine nel campione, il loro punto di vista potrebbe offrire indicazioni preziose.

Il presente riquadro, pertanto, mira a comprendere questo gruppo confrontandone le caratteristiche socioeconomiche con quelle degli intervistati che dichiarano di avere piena fiducia nella BCE.

Il grafico A mostra le percentuali di intervistati che hanno piena fiducia e nessuna fiducia nella BCE, raggruppati in base alle caratteristiche socioeconomiche. Sono comprese alcune variabili costanti nel tempo, quali l'età, il genere, l'istruzione, il reddito familiare e le conoscenze finanziarie, che studi accademici hanno riscontrato essere collegate alla fiducia nella BCE<sup>18</sup>. Si tiene conto, inoltre, della percezione degli intervistati circa le disparità di reddito, in quanto è associata alla fiducia media e potrebbe riflettere un'insoddisfazione alla base degli estremi di fiducia nella BCE<sup>19</sup>.

Per quanto riguarda l'età, la percentuale di individui che dichiara di avere piena fiducia nella BCE è sostanzialmente stabile in tutte le fasce di età, mentre la percentuale di intervistati che dichiara di non avere alcuna fiducia nella BCE è particolarmente elevata nella fascia di età compresa tra i 35 e i 49 anni e più bassa in quella di età pari o superiore ai 65 anni<sup>20</sup>.

Per quanto riguarda il genere, la percentuale di intervistati che ha dichiarato di avere piena fiducia è leggermente superiore tra gli uomini rispetto alle donne. Tuttavia, si osserva il contrario nel caso dei partecipanti che hanno dichiarato di non avere alcuna fiducia nella BCE. Al momento la letteratura è ambigua rispetto all'effetto che il genere tende ad avere sui livelli di fiducia più elevati<sup>21</sup>.

Per quanto riguarda l'istruzione formale, la percentuale di intervistati che dichiara di avere piena fiducia aumenta leggermente in base al livello di istruzione. Per contro, la percentuale di intervistati che dichiara di non avere alcuna fiducia nella BCE è notevolmente inferiore tra coloro in possesso almeno di un titolo di studio secondario superiore rispetto a quanto riscontrato per i partecipanti con livelli di istruzione inferiori.

Per quanto riguarda i quintili di reddito, la percentuale di intervistati che si colloca nel gruppo che segnala la fiducia più elevata è maggiore nel quintile di reddito più alto, ma la relazione non è lineare. Per contro, esiste una relazione lineare evidente tra la dimensione relativa del gruppo che dichiara di non avere alcuna fiducia e il quintile di reddito, in quanto la percentuale di intervistati che esprime una totale assenza di fiducia è maggiore nel quintile di reddito più basso.

L'analisi delle conoscenze finanziarie offre un quadro interessante, in quanto sembra esistere una relazione inversa sia con l'assenza di fiducia sia con la piena fiducia nella BCE. Ciò suggerisce che

---

<sup>18</sup> Cfr. Hudson, J., "Institutional Trust and Subjective Well-Being across the EU", *Kyklos*, vol. 59, n. 1, febbraio 2006, pagg. 43-62; e Hayo, B. e Neuenkirch, E., "The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search", *Journal of International Money and Finance*, vol. 47, ottobre 2014, pagg. 286-303.

<sup>19</sup> Cfr. il riquadro 1 nell'articolo 2 *Disuguaglianza economica e fiducia dei cittadini nella Banca centrale europea* nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

<sup>20</sup> Studi precedenti hanno rilevato che l'età è un fattore che mostra una relazione positiva con la fiducia, misurata in termini binari nell'indagine Eurobarometro (cfr. Ehrmann, M. et al., op. cit., e Farvaque, E. et al., op. cit.), mentre le analisi che hanno utilizzato misurazioni non binarie (cfr. Hayo, B. e Neuenkirch, E., op. cit., e van der Cruysen, C. e Samarina, A., "Drivers of trust in the ECB during the pandemic", op. cit.) hanno osservato che tale relazione si configura a forma di U Di conseguenza, le fasce di età che comprendono i giovani e gli anziani mostrano livelli relativamente elevati di fiducia, mentre tra gli individui di mezza età si osserva il livello di fiducia più basso.

<sup>21</sup> Utilizzando i dati ricavati dall'indagine Eurobarometro, Ehrmann, M. et al., op. cit., e Farvaque, E. et al., op. cit., hanno riscontrato che le donne hanno meno fiducia nella BCE rispetto agli uomini. Tuttavia, Hayo, B. e Neuenkirch, E., op. cit., sulla base di un'indagine condotta presso le famiglie tedesche, e Brouwer, N. e de Haan, J., op. cit., sulla base di un'indagine condotta presso le famiglie olandesi, suggeriscono il contrario. Van der Cruysen, C. e Samarina, A. in "Drivers of trust in the ECB during the pandemic", op. cit., analizzando i dati dell'indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori hanno riscontrato che gli uomini hanno maggiore fiducia nella BCE rispetto alle donne.

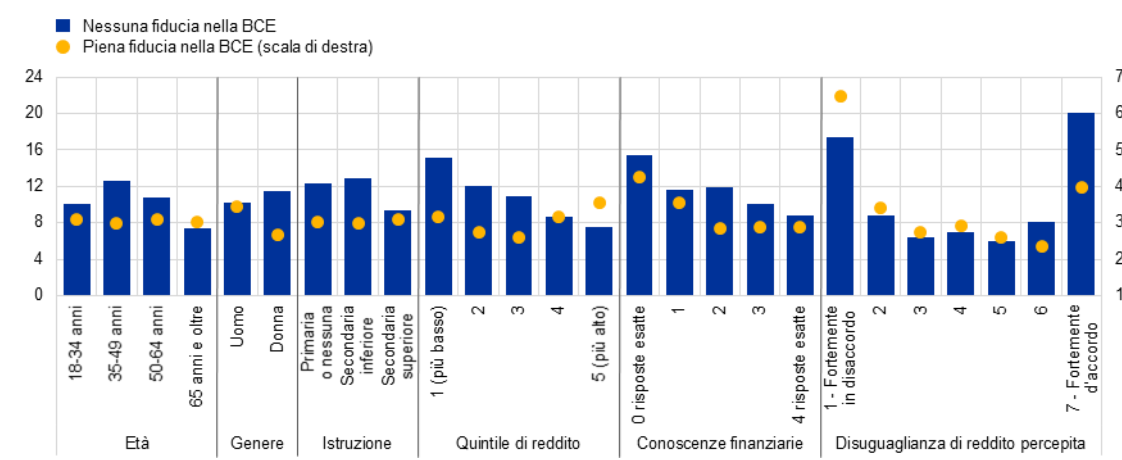
i due estremi della fiducia potrebbero riflettere una mancanza di conoscenze specifiche relative alla BCE<sup>22</sup>.

Per quanto riguarda le percezioni relative alle disparità di reddito, gli estremi della fiducia nella BCE sembrano essere correlati alle percezioni estreme di disuguaglianza. Tuttavia, tra i partecipanti che non hanno alcuna fiducia le percezioni di disuguaglianza molto elevata superano quelle di disuguaglianza molto bassa, mentre si osserva il contrario tra gli individui che dichiarano di avere piena fiducia<sup>23</sup>.

## Grafico A

Percentuali di intervistati con nessuna fiducia e piena fiducia nella BCE, per caratteristiche socioeconomiche

(quote percentuali degli intervistati)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2023. Le conoscenze finanziarie sono misurate in base al numero di risposte esatte ai quesiti posti nell'indagine su tassi di interesse reali, interessi composti e diversificazione del rischio.

## 4 Fiducia nella BCE e nelle altre istituzioni

**La fiducia nella BCE sembra muoversi in parallelo con (o addirittura riflettere) la fiducia nelle banche centrali e nelle istituzioni dell'UE più in generale.**

Nell'ambito delle istituzioni nazionali e internazionali preposte all'elaborazione delle politiche pubbliche, la struttura unica dell'Eurosistema e il mandato e gli obiettivi della BCE fanno sì che quest'ultima abbia caratteristiche simili sia alle banche centrali nazionali sia alle altre istituzioni europee. Per gli intervistati con un livello di istruzione formale inferiore, in particolare, le differenze tra le varie istituzioni potrebbero non essere chiare e ciò potrebbe comportare un'elevata correlazione di fiducia per istituzioni molto diverse (cfr. anche il riquadro 2). Gli intervistati, inoltre, potrebbero esprimere sfiducia nei confronti delle istituzioni in generale, anche se

<sup>22</sup> Van der Cruysen, C. e Samarina, A., in "Drivers of trust in the ECB during the pandemic", op. cit., e Hayo, B. e Neuenkirch, E., op. cit., riscontrano una relazione positiva tra le conoscenze finanziarie e la fiducia media nella BCE.

<sup>23</sup> A titolo di confronto, un precedente articolo di questo Bollettino economico esaminava tale associazione in forma lineare, suggerendo che l'elevata disuguaglianza di reddito percepita è correlata a livelli medi più bassi di fiducia nella BCE. Cfr. il riquadro 1 dell'articolo 2 [Disuguaglianza economica e fiducia dei cittadini nella Banca centrale europea](#) nel numero 3/2022 di questo Bollettino.

consapevoli dei loro diversi mandati<sup>24</sup>. È importante, pertanto, comprendere il grado di correlazione tra la fiducia nella BCE e quella nelle altre istituzioni e in che misura la fiducia riguardi specificamente la BCE<sup>25</sup>.

**I dati dell'indagine CES mostrano un'elevata correlazione della fiducia tra le istituzioni.** Ciò risulta evidente dai livelli di fiducia (tasso di correlazione superiore al 72 per cento per tutte le coppie di istituzioni mettendo insieme tutte le risposte alle indagini) e dalle variazioni della fiducia rispetto al mese precedente (39 per cento), a conferma dei risultati degli studi che utilizzano l'indagine Eurobarometro. Di fatto, si osservano percentuali simili di intervistati che dichiarano di non avere alcuna fiducia per il Parlamento europeo, la Commissione europea, le Nazioni Unite e le banche centrali nazionali, mettendo in dubbio l'interpretazione dei livelli di fiducia di qualsiasi istituzione considerata singolarmente. Tali risultati sono inoltre sostenuti da una semplice analisi delle componenti principali<sup>26</sup>. In altri termini, la fiducia nelle istituzioni oggetto dell'indagine, comprese le Nazioni Unite con il loro mandato mondiale, è strettamente correlata alla fiducia nella BCE e lo stesso vale per le variazioni dei livelli di fiducia. Ciò comporta implicazioni per la BCE, anche in considerazione degli elevati tassi di inflazione registrati nel periodo campione. Se l'aumento dei tassi di inflazione e le aspettative di inflazione sono associati a una minore fiducia nelle varie istituzioni, gli intervistati potrebbero ritenere responsabili tutte le istituzioni e/o non conoscere i mandati delle singole istituzioni<sup>27</sup>. Analogamente, la fiducia nella BCE potrebbe essere condizionata anche da andamenti non connessi al suo mandato. Infatti, è probabile che la fiducia nella BCE sia fortemente influenzata nel complesso dalla fiducia in senso più ampio verso altre

---

<sup>24</sup> La struttura dell'indagine potrebbe inoltre influire sulla correlazione della fiducia tra istituzioni, in quanto i quesiti relativi alla fiducia nelle diverse istituzioni sono raggruppati in una sezione dell'indagine e gli intervistati potrebbero mostrare segni di affaticamento e attribuire livelli di fiducia identici a tutte le istituzioni. L'indagine CES cerca di attenuare in parte questo aspetto randomizzando l'ordine delle istituzioni nell'indagine (ad eccezione della banca centrale nazionale, che figura sempre per ultima).

<sup>25</sup> Diversi studi sulla fiducia nella BCE fanno riferimento a tali associazioni e correlazioni con la fiducia in altre istituzioni (cfr. ad esempio, Ehrmann, M. et al., op. cit.; Hayo, B. e Neuenkirch, E., op. cit.; Farvaque, E. et al., op. cit.; Mellina, S. e Schmidt, T., op. cit.; e Brouwer, N. e de Haan, J., op. cit.) e in genere tengono conto di tale aspetto nelle regressioni sui fattori che determinano la fiducia nella BCE.

<sup>26</sup> I risultati dell'analisi delle componenti principali indicano che l'85 per cento della variazione dell'intero campione è riconducibile alla prima componente, che presenta coefficienti simili per tutte le istituzioni e può pertanto essere interpretata come un'approssimazione della fiducia nelle istituzioni in generale. L'analisi delle componenti principali è una tecnica di riduzione dei dati in cui le componenti principali sono quelle combinazioni lineari di variabili che spiegano la percentuale più elevata di variazione dei dati originali. I coefficienti rappresentano le correlazioni tra le variabili (di fiducia) originali e le componenti principali e, pertanto, prendono di norma il nome dall'insieme di variabili a cui sono maggiormente correlati. I limiti di tale analisi consistono nel fatto che l'indagine comprende soltanto una istituzione nazionale e solo cinque istituzioni in totale e che il periodo campione copre numerosi shock economici di diversa natura che hanno colpito l'area dell'euro e che potrebbero limitare la generalizzabilità dei risultati. L'analisi delle componenti principali è utilizzata anche da Hayo, B. e Neuenkirch, E., op. cit., e Mellina, S. e Schmidt, T., op. cit., per estrarre una componente comune della fiducia nelle istituzioni in generale.

<sup>27</sup> Sulla base di un'indagine condotta presso le famiglie olandesi, van der Cruysen, C. et al., op. cit., hanno osservato che le persone hanno meno fiducia nelle autorità che ritengono abbiano il compito di mantenere bassa l'inflazione. Allo stesso tempo, le opinioni degli intervistati suggeriscono che sia più probabile che essi ritengano che controllare l'inflazione sia una responsabilità del governo nazionale (oltre il 70 per cento) piuttosto che della BCE (oltre il 50 per cento) o della banca centrale nazionale (appena sotto il 40 per cento).



istituzioni o dall'operato di queste ultime e pertanto non è possibile fornirne un'interpretazione senza prendere in considerazione le altre istituzioni<sup>28</sup>.

**L'analisi delle componenti principali suggerisce la presenza di associazioni sottostanti con altre istituzioni dell'UE e banche centrali che incidono sulla fiducia nella BCE.** È possibile sottoporre a rotazione le componenti principali che colgono la variazione dei dati originali al fine di semplificare l'interpretazione delle componenti stesse. Le rotazioni trasformano le componenti originali per ottenere una struttura dei coefficienti più semplice e interpretare più agevolmente le correlazioni tra le variabili<sup>29</sup>. Le componenti ruotate indicano che i livelli di fiducia nella BCE sono influenzati dagli andamenti più ampi della fiducia nelle istituzioni dell'UE e nelle banche centrali (cfr. il grafico 7). La componente 1 attribuisce un coefficiente rilevante alla fiducia nel Parlamento europeo (0,66) e nella Commissione europea (0,65) e in parte alla fiducia nella BCE (0,37), suggerendo l'esistenza di un "fattore UE". La componente 2 attribuisce un coefficiente rilevante alla fiducia nella banca centrale nazionale (0,90) e in parte alla fiducia nella BCE (0,44), evidenziando un "fattore banca centrale". Una terza componente riguarda principalmente i livelli della fiducia nelle Nazioni Unite e le sue variazioni (1,00)<sup>30</sup>. Si tratta di evidenze preliminari del fatto che nell'evoluzione della fiducia nella BCE siano presenti una dimensione europea e una dimensione relativa alle banche centrali<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> Cfr. Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F. e Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n. 8, gennaio 2020, pagg. 1178-1194, che dimostra che la fiducia nella BCE dipende dalla soddisfazione dei cittadini in merito all'operato dell'UE in diversi ambiti, in particolare per quanto riguarda il far fronte alle crisi.

<sup>29</sup> La rotazione allenta l'ipotesi, contenuta nell'analisi delle componenti principali senza rotazione, che i fattori siano completamente ortogonali tra loro e consente alle variabili di raggrupparsi attorno alle componenti.

<sup>30</sup> I risultati dell'analisi delle componenti principali sulle variazioni della fiducia suggeriscono che gli intervistati allineano notevolmente il proprio livello di fiducia nella BCE alle variazioni di fiducia nelle banche centrali nazionali (coefficiente della seconda componente principale pari a 0,65 per la BCE e a 0,76 per la banca centrale nazionale).

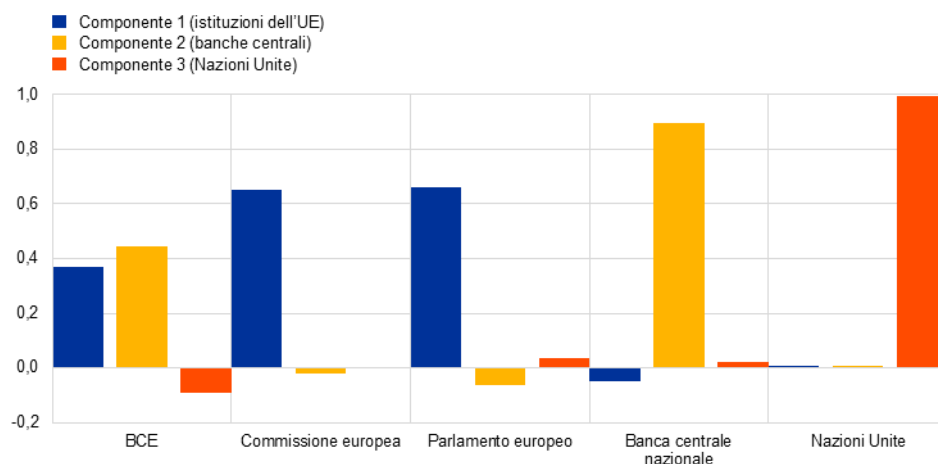
<sup>31</sup> Tutti i risultati dell'analisi delle componenti principali sono validi anche escludendo i valori di fiducia pari a 0 per tenere conto della potenziale censura a sinistra della distribuzione del valore della fiducia.

## Grafico 7

### Analisi delle componenti principali dei livelli di fiducia

#### Componenti principali ruotate (oblique)

(coefficienti)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.  
Nota: stime ponderate dell'indagine CES per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2023.

## Riquadro 2

### Comovimento della fiducia in diverse istituzioni

a cura di Marc Beckmann e Ferdinand Dreher

La sezione 4 del presente articolo descrive la presenza di elevate correlazioni tra le istituzioni, sia per quanto riguarda i livelli di fiducia sia per quanto riguarda le variazioni di tali livelli. In altri termini, gli intervistati che dichiarano di avere più/meno fiducia nella BCE tendono anche ad avere più/meno fiducia nelle altre istituzioni. Il presente riquadro mira a comprendere la natura dell'associazione tra la fiducia degli individui nella BCE e quella nelle altre istituzioni. In particolare, valuta se le correlazioni siano diverse in base al livello di fiducia e alle conoscenze finanziarie degli intervistati.

Le correlazioni della fiducia degli individui tra le istituzioni non variano in misura significativa nel tempo<sup>32</sup>. In media, inoltre, nell'indagine CES il livello di fiducia nella BCE di un intervistato corrisponde anche al livello di fiducia che quest'ultimo ripone in altre istituzioni (nazionali e internazionali).

La correlazione dei livelli di fiducia di un individuo nelle istituzioni sembra essere negativamente associata al livello di fiducia nella BCE stessa (cfr. il pannello a) del grafico A)<sup>33</sup>. La correlazione è massima nei livelli di fiducia molto bassi, ciò significa che la probabilità che gli intervistati che non hanno alcuna fiducia nella BCE indichino un analogo livello di fiducia anche nelle altre istituzioni è

<sup>32</sup> Ciò resta valido anche in seguito alla correzione dell'effetto di permanenza descritto nella nota 9, in quanto le correlazioni aumentano tanto più a lungo gli intervistati rimangono nel panel dell'indagine. Le correlazioni calcolate per gli intervistati si basano su un minimo di cinque osservazioni per gruppo di istituzioni e un massimo di dieci osservazioni (al fine di limitare l'impatto dell'effetto di permanenza).

<sup>33</sup> Mentre la sezione 4 presenta la correlazione per l'intero campione selezionato tra individui e nel tempo, il presente riquadro esamina la correlazione media nel tempo per un singolo individuo.

elevata, mentre un intervistato che esprime maggiore fiducia nella BCE potrebbe avere opinioni più differenziate nei confronti delle altre istituzioni<sup>34</sup>.

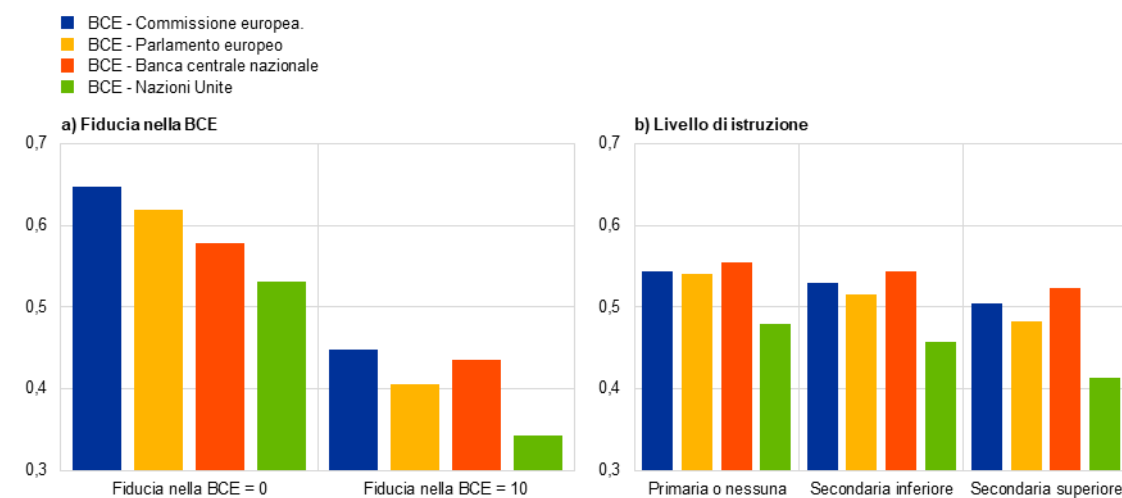
È inoltre interessante esaminare se un livello più elevato di istruzione formale possa determinare una differenziazione più pronunciata dei livelli di fiducia di un individuo tra le varie istituzioni. Utilizzando la variabile dell'indagine CES sul livello di istruzione è effettivamente emerso che un individuo con un livello di istruzione formale più elevato tende a differenziare maggiormente i punteggi di fiducia attribuiti alle diverse istituzioni.

Nel complesso, tali risultati suggeriscono che gli intervistati sembrano differenziare maggiormente le proprie valutazioni sulle varie istituzioni in presenza di livelli di istruzione formale più elevati e di una maggiore fiducia nella BCE.

## Grafico A

### Associazione tra correlazioni di fiducia degli intervistati e fiducia nella BCE e livello di istruzione

(correlazione media tra la fiducia degli intervistati nella BCE e quella nelle altre istituzioni)



Fonti: indagine della BCE sulle aspettative dei consumatori ed elaborazioni della BCE.

Note: stime ponderate dell'indagine CES per le edizioni da aprile 2020 a dicembre 2023. Per limitare l'effetto di permanenza, il calcolo delle correlazioni individuali si basa solo sulle prime dieci risposte fornite nell'indagine. La correlazione è calcolata sulla base di un minimo di cinque osservazioni.

## 5 Osservazioni conclusive

**In sintesi, l'analisi dei dati dell'indagine CES a livello individuale rivela che la fiducia nella BCE è un concetto che presenta molteplici sfaccettature, con una maggioranza significativa di intervistati che esprime una certa fiducia o un elevato livello di fiducia nella BCE.** Tuttavia, per confermare la validità dei risultati del presente articolo anche in periodi di minore incertezza a livello mondiale, il periodo campione dell'indagine CES dovrebbe essere più esteso. La granularità della variabile relativa alla fiducia nell'indagine CES dimostra che la fiducia non è un concetto binario e va oltre la semplice distinzione binaria tra fiducia e sfiducia. Sebbene su una scala da 0 a 10 la maggior parte degli intervistati abbia dichiarato

<sup>34</sup> Considerato che la distribuzione della variabile della fiducia potrebbe essere censurata a sinistra, le stime riportate nel pannello a) del grafico A si basano su una linea quadratica approssimata.

un livello di fiducia compreso tra 5 e 8, nel campione circa il 10 per cento degli intervistati non ha alcuna fiducia nella BCE. Su orizzonti temporali a breve o medio termine, la fiducia nella BCE del singolo individuo tende a non variare in misura significativa e coloro che non hanno fiducia nella BCE sono i meno propensi a modificare la propria opinione. Infine, se analizzata unitamente alla fiducia nelle banche centrali nazionali e nelle altre istituzioni dell'UE e internazionali, la fiducia nella BCE si muove strettamente in parallelo con la fiducia nelle istituzioni più ampia e gli intervistati che hanno dichiarato di non avere fiducia nella BCE tendono a non avere fiducia anche nelle altre istituzioni. Lo stesso risultato si ottiene utilizzando l'analisi delle componenti principali. Considerato che l'indagine CES è in corso da un periodo di tempo relativamente breve (e difficile), i risultati descritti nel presente articolo dovranno essere confermati anche nel più lungo termine. Ciononostante, la variabile di fiducia dell'indagine CES si è già dimostrata un'utile integrazione delle indagini Eurobarometro condotte da più tempo.

**Il fatto che il livello di fiducia della maggior parte degli individui vari solo leggermente su orizzonti temporali brevi conferma che costruire la fiducia è un processo che richiede tempo e costanti sforzi di comunicazione da parte della BCE.** Considerata l'importanza della fiducia dei cittadini nella BCE per l'efficace trasmissione della politica monetaria alle aspettative economiche, la sua natura lenta, confermata dall'indagine CES, evidenzia la necessità di adoperarsi costantemente per costruire la fiducia in modo graduale. Sebbene un certo grado di scetticismo verso le istituzioni sia, in linea di principio, una caratteristica auspicabile di una democrazia in cui i cittadini seguono le decisioni politiche istituzionali, i risultati del presente articolo sottolineano la particolare rilevanza dell'impegno della BCE negli ambiti relativi alla responsabilità per il proprio operato e alla trasparenza. A tale riguardo, una comunicazione chiara ed efficace, che comprenda, ad esempio, spiegare il ruolo stabilizzante della politica monetaria, può alimentare la fiducia del pubblico nella capacità di una banca centrale di raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi<sup>35</sup>.

---

<sup>35</sup> Cfr. Ehrmann, M., Georgarakos, D. e Kenny, G., "Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy", *Working Paper Series*, n. 2785, BCE, febbraio 2023.

## La dinamica dell'inflazione e la trasmissione della politica monetaria alla luce delle nuove evidenze emerse dall'analisi dei microdati sui prezzi

a cura di Luca Dedola, Lukas Henkel, Christian Höynck, Chiara Osbat e Sergio Santoro

### 1 Introduzione

**L'inflazione è legata alle decisioni delle singole imprese di modificare o meno i prezzi dei propri beni e servizi e, nel caso in cui ciò avvenga, alla misura della variazione.** Ogni mese alcuni prezzi aumentano, altri diminuiscono, mentre il resto (di solito la maggior parte) rimane invariato. Tali decisioni relative alla fissazione dei prezzi dipendono da fattori specifici della singola impresa o del settore in cui essa opera, nonché da shock aggregati e condizioni macroeconomiche generali che interessano tutte le imprese.

**Nei dati l'aggiustamento dei prezzi è discontinuo, nel senso che i singoli prezzi variano poco frequentemente, ma i rincari e i ribassi possono essere considerevoli, ed entrambi gli elementi sono determinanti fondamentali nella dinamica dell'inflazione.** La frequenza di aggiustamento dei prezzi è importante per la trasmissione della politica monetaria, perché influenza la velocità con cui i cambiamenti nell'orientamento della politica monetaria influiscono sull'inflazione. Inoltre, anche la misura delle variazioni di prezzo, ossia la differenza tra i reset price (prezzi modificati) e i prezzi praticati dalle imprese prima dell'aggiustamento, ha un impatto sulla dinamica dell'inflazione<sup>1</sup>. Un fattore chiave è se la fissazione dei prezzi dipenda dallo stato dell'economia, vale a dire se la decisione di un'impresa di cambiare i prezzi cerchi di bilanciare un costo fisso sostenuto per via dei reset price (noto come "menu cost", ossia il costo di aggiustamento dei listini), anziché subire la perdita derivante dal mantenere i prezzi invariati ma disallineati rispetto ai valori modificati<sup>2</sup>. Quando la perdita di un'impresa dovuta al disallineamento dei prezzi è sufficientemente ampia rispetto al costo di aggiustamento dei listini (a causa, ad esempio, di ampie variazioni della domanda o dei costi nominali), l'impresa modificherà il suo prezzo. Di conseguenza, è più probabile che le imprese modifichino i prezzi più disallineati. In questo caso, variazioni di prezzo consistenti possono essere associate a piccoli shock aggregati, che potrebbero amplificare la dinamica dell'inflazione aggregata. Inoltre, poiché la decisione di modificare i prezzi

<sup>1</sup> Il reset price si riferisce al nuovo prezzo dopo una variazione dello stesso.

<sup>2</sup> I costi di aggiustamento dei listini comprendono tutti i costi derivanti dalla modifica dei prezzi da parte di un'impresa. Ad esempio, esistono prove empiriche del fatto che modificare i prezzi nei supermercati è un processo complesso, che richiede molte fasi e una quantità significativa di risorse. Cfr. Levy, D., Bergen, M., Dutta, S. e Venable, R., "The Magnitude of Menu Costs: Direct Evidence from Large U. S. Supermarket Chains", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n. 3, 1997, pagg. 791-825. Nello specifico, i costi di aggiustamento dei listini documentati in tale studio comprendono: 1) il costo del lavoro necessario per cambiare i prezzi allo scaffale; 2) i costi di stampa e consegna di nuovi cartellini dei prezzi; 3) i costi degli errori commessi durante il processo di modifica dei prezzi e 4) il costo del controllo nel punto vendita del processo di modifica dei prezzi.

dipende dallo stato dell'economia, sono possibili anche effetti non lineari sulla frequenza delle variazioni di prezzo, a seconda della misura degli shock aggregati.

**Il fatto che l'inflazione cresca a seguito di aumenti in media più consistenti dei prezzi o a causa di variazioni più frequenti degli stessi ha conseguenze sulla dinamica dell'inflazione.** Se, ad esempio, le imprese modificano i prezzi con maggiore frequenza in risposta a un grande shock subito dai costi nominali, la trasmissione ai prezzi al consumo sarà più rapida e l'inflazione inizialmente sarà più elevata, sebbene di più breve durata rispetto al caso in cui la frequenza delle variazioni di prezzo fosse rimasta costante. Forti aumenti della frequenza delle variazioni di prezzo sono stati osservati empiricamente in periodi di elevata inflazione e possono essere spiegati da modelli economici che prevedono una fissazione dei prezzi in base alle condizioni economiche. In tali modelli, per un dato costo di aggiustamento dei listini, grandi shock dal lato della domanda o dei costi fanno sì che i prezzi siano maggiormente disallineati rispetto ai loro valori modificati, aumentando così la probabilità di variazione dei prezzi. Pertanto, la fissazione dei prezzi in base allo stato dell'economia implica in genere una relazione non lineare fra la frequenza delle variazioni di prezzo e l'inflazione: in presenza di tassi di inflazione relativamente stabili, la frequenza delle variazioni di prezzo è abbastanza costante nel tempo, mentre variazioni consistenti del tasso di inflazione (ad esempio a causa di grandi shock) implicano brusche variazioni della frequenza di fissazione dei prezzi. Per contro, nel principale modello alternativo di fissazione dei prezzi (noto come "modello dipendente dal tempo") i prezzi variano in modo esogeno e indipendentemente dal loro disallineamento, per cui la frequenza delle variazioni di prezzo non è influenzata dalle oscillazioni dell'inflazione. Osservare le caratteristiche delle variazioni di prezzo a livello di impresa è fondamentale per determinare più accuratamente la misura in cui il processo di formazione dei prezzi dipende dallo stato dell'economia, anche quando l'inflazione è relativamente bassa.

**La frequenza e la misura delle variazioni di prezzo nel tempo, nonché il modo in cui incidono sull'inflazione, possono essere studiati al meglio avvalendosi di microdati, la cui raccolta e analisi sono state al centro del lavoro del gruppo dedicato all'analisi della fissazione dei prezzi sulla base di microdati (Price-setting Microdata Analysis Network, PRISMA).** All'inizio degli anni 2000, il [network sulla persistenza dell'inflazione](#) (Inflation Persistence Network, IPN) dell'Eurosistema ha avviato i primi studi sui microdati dei prezzi. Il suo successore, il [gruppo di ricerca PRISMA](#), istituito dal Sistema europeo di banche centrali, ha rinnovato ed esteso l'analisi dell'IPN relativa alle modalità di fissazione dei prezzi da parte delle imprese. I microdati raccolti da PRISMA comprendono 135 milioni di quotazioni di prezzo individuali utilizzate per costruire indici dei prezzi aggregati, come l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), in 11 paesi dell'area dell'euro dal 2010 al 2019. Tali quotazioni includono 166 categorie di prodotti, pari a circa il 60 per cento del paniere dello IAPC (ma sono escluse categorie quali i beni energetici e i prodotti alimentari non trasformati). PRISMA ha inoltre riportato e utilizzato nuove statistiche sulla fissazione dei prezzi (come la distribuzione completa della misura delle variazioni di prezzo, fondamentale per comprendere il comportamento delle imprese) e ne ha documentato l'evoluzione nel tempo. Infine, ha esaminato il modo in cui la frequenza e la misura delle variazioni di prezzo

influenzano la trasmissione della politica monetaria e la dinamica dell'inflazione, anche in risposta a shock dal lato della domanda e dell'offerta.

**Il presente articolo esamina le evidenze sulla fissazione dei prezzi raccolte da PRISMA e si concentra sul rapporto tra l'inflazione e le caratteristiche della distribuzione delle variazioni di prezzo a livello di impresa.**

## 2 Risultati dell'analisi dei microdati sulla fissazione dei prezzi in base allo stato dell'economia

**La fissazione dei prezzi in base allo stato dell'economia, definita in precedenza, implica che i prezzi che hanno maggiori probabilità di variare sono quelli che si discostano di più dai loro valori modificati; questa implicazione fornisce un importante test della teoria, basato su microdati.**

La reazione dell'inflazione agli shock dipende non solo da quanti prezzi cambiano, ma anche da quali prezzi variano e in che misura. Ciò può essere importante tanto quanto la frequenza delle variazioni di prezzo. Se le variazioni dei prezzi che vengono aggiustati sono consistenti, riflettendo disallineamenti significativi, il livello aggregato dei prezzi potrebbe essere molto flessibile e reagire vigorosamente agli shock aggregati, anche nel caso in cui solo poche imprese modificano i propri prezzi. Misurare tale caratteristica (denominata "effetto di selezione") è particolarmente difficile poiché i divari di prezzo, definiti come la differenza tra il prezzo corrente e il reset price controfattuale che un'impresa vorrebbe scegliere, non sono osservabili.

**Al fine di misurare la rilevanza della fissazione dei prezzi in base allo stato dell'economia, un lavoro di ricerca di PRISMA si avvale dei dati scanner dei supermercati per superare le difficoltà connesse alla verifica diretta della portata dell'effetto di selezione.** Questi dati consentono di sviluppare una misura proxy del divario di prezzo che, anche in un contesto di inflazione stabile, fornisce informazioni sul grado di dipendenza dalle condizioni economiche, almeno per quanto riguarda la fissazione dei prezzi dei prodotti venduti nei supermercati. Il calcolo di una proxy per il divario di prezzo di ciascun prodotto consente di esaminare la forma della sua funzione di rischio (il "price-gap hazard", ossia il rischio di divario di prezzo), definita come la probabilità che il prezzo di un prodotto cambi in funzione del divario di prezzo<sup>3</sup>. Le funzioni di rischio del divario di prezzo sono state stimate per quattro grandi paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi) tra il 2013 e il 2017 e negli Stati Uniti tra il 2001 e il 2012. Sebbene tali periodi non si sovrappongano, sono stati entrambi caratterizzati da un'inflazione bassa e stabile.

---

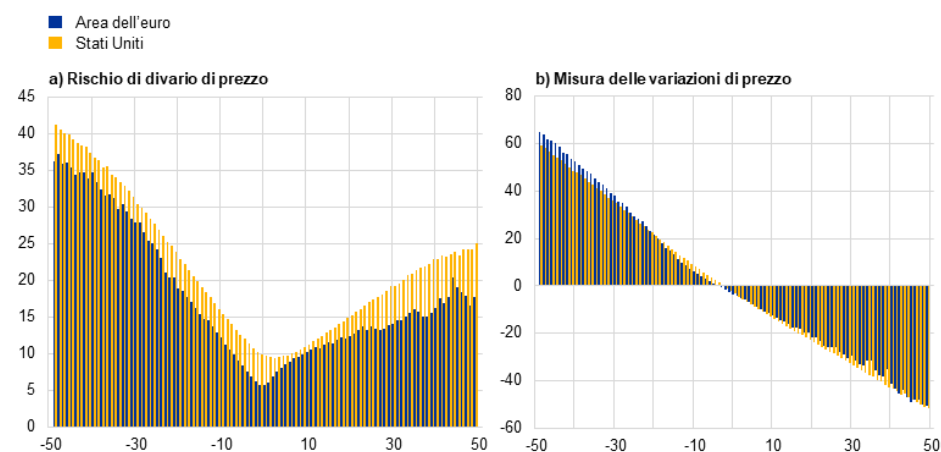
<sup>3</sup> La proxy del divario di prezzo è costruita come la differenza tra il prezzo di un articolo ("codice a barre") in un dato negozio e il prezzo medio dello stesso articolo in altri negozi vicini in cui tale prezzo è cambiato nello stesso mese, considerate le differenze di prezzo permanenti per categoria di negozio derivanti dalla variazione di potere di mercato, geografia e servizi. Cfr. Karadi, P., Amann, J., Sánchez Bachiller, J., Seiler, P. e Wursten, J., "Price setting on the two sides of the Atlantic — Evidence from supermarket scanner data", *Journal of Monetary Economics*, vol. 140, 2023, pagg. S1-S17.

**Le funzioni stimate del rischio di divario di prezzo forniscono chiare evidenze microeconomiche del fatto che il comportamento delle imprese relativamente alla fissazione dei prezzi dipende dallo stato dell'economia.** Il pannello a) del grafico 1 mostra che la probabilità che un'impresa adegui il prezzo di un prodotto aumenta in base al divario di prezzo sia nell'area dell'euro (sulla base dei quattro grandi paesi considerati) sia negli Stati Uniti. Il fatto che la probabilità di un aggiustamento dei prezzi dipenda dalla misura del divario di prezzo è coerente con il fatto che la fissazione dei prezzi dipende dalle condizioni economiche. Ad esempio, un divario di prezzo negativo pari al 10 per cento è associato alla probabilità di un rincaro dei prezzi pari al 15 per cento. Per contro, nei modelli di fissazione dei prezzi dipendenti dal tempo, i prezzi variano in modo esogeno, in maniera casuale e con probabilità costante in ogni momento ad esempio come nel noto modello di Calvo<sup>4</sup>. Tuttavia, la forma a V delle funzioni di rischio indica che la dipendenza dalle condizioni economiche è moderata, visto che la probabilità non aumenta bruscamente con il divario di prezzo<sup>5</sup>. Il pannello b) del grafico 1 convalida le misure del divario di prezzo, evidenziando una stretta relazione tra il divario e la misura effettiva delle conseguenti variazioni di prezzo. Si pone quindi la questione di quanto questa evidenza sia quantitativamente rilevante per la dinamica dell'inflazione a seguito di grandi shock nell'area dell'euro. Tale aspetto verrà esaminato nelle prossime due sezioni.

### Grafico 1

Rischio di divario di prezzo e misura delle variazioni diverse da zero in funzione del divario di prezzo

(disallineamento dei prezzi, valori percentuali)



Fonte: Gautier et al.<sup>1)</sup>

Nota: il grafico mostra la frequenza delle variazioni del prezzo di riferimento (pannello a)) e la misura media delle variazioni del prezzo di riferimento diverse da zero (pannello b)) in funzione del divario di prezzo per quattro paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi) e per gli Stati Uniti.

1) Gautier, E. et al., "Price adjustment in the euro area in the low-inflation period: evidence from consumer and producer micro price data", *Occasional Paper Series*, n. 319, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

<sup>4</sup> Per un'esposizione manualistica, cfr. Gali, J., *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*, Princeton University Press, Princeton, 2015.

<sup>5</sup> In molti modelli sul costo di aggiustamento dei listini si osserva un balzo discreto della probabilità di aggiustamento dei prezzi una volta che il divario di prezzo raggiunge un valore soglia. Cfr., ad esempio, Golosov, M. e Lucas Jr., R.E., "Menu Costs and Phillips Curves", *Journal of Political Economy*, vol. 115, n. 2, 2007, pagg. 117-199.



### 3 Relazione teorica ed empirica tra l'inflazione e la frequenza e la misura delle variazioni di prezzo

**Un'utile scomposizione dell'inflazione mensile è data dal numero di prezzi che variano (frequenza degli aggiustamenti di prezzo) moltiplicato per la misura di tali variazioni (misura media delle variazioni di prezzo).** Nello specifico, indicando l'inflazione mensile con  $\pi$  e la frequenza e la misura media delle variazioni di prezzo (diverse da zero) con  $f$  e  $dp$  rispettivamente, è possibile scrivere la seguente espressione<sup>6</sup>:

$$\pi = f \times dp$$

Inoltre, si può scomporre ulteriormente la frequenza come la somma della frequenza dei rincari ( $f^+$ ) e dei ribassi ( $f^-$ ), ossia  $f = f^+ + f^-$ . Con tale scomposizione della frequenza, l'inflazione mensile si ottiene moltiplicando la frequenza dei rincari per la misura dei rincari medi ( $f^+ \times dp^+$ ) e sottraendo la frequenza dei ribassi moltiplicata per il valore (assoluto) dei ribassi medi ( $f^- \times dp^-$ ). Come mostra la ricerca PRISMA, nei dati dell'area dell'euro il valore assoluto dei ribassi medi tende a essere maggiore di quello dei rincari (i valori medi, esclusi i prezzi durante i saldi, nel periodo dal 2010 al 2019 si sono collocati rispettivamente all'11,6 e al 9 per cento circa). Pertanto, il tasso di inflazione positivo prevalente nei dati riflette il fatto che i rincari sono più frequenti dei ribassi (in media, per circa il 69 per cento delle variazioni di prezzo osservate nel periodo compreso tra il 2010 e il 2019 è costituito da rincari, escludendo i prezzi durante i saldi)<sup>7</sup>.

**Nel periodo di bassa inflazione 2010-2019 analizzato da PRISMA, la limitata variazione ciclica dell'inflazione è stata determinata principalmente dalle fluttuazioni della media delle variazioni di prezzo.** Come mostra il grafico 2, le modeste variazioni cicliche della frequenza non hanno contribuito in misura significativa alle fluttuazioni dell'inflazione aggregata misurata sullo IAPC<sup>8</sup> (al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati, per i quali PRISMA non aveva a disposizione microdati), che hanno invece riflesso principalmente cambiamenti della media delle variazioni di prezzo diverse da zero (cfr. il grafico 3).

**Nello stesso periodo, per una data frequenza, il cambiamento delle variazioni di prezzo medie è stato determinato principalmente dalla variazione della quota di rincari e ribassi, piuttosto che da quella del loro valore assoluto.**

In linea con gli shock idiosincratici, che sono la principale determinante delle variazioni di prezzo a livello di impresa durante il periodo di bassa inflazione, le variazioni di prezzo medie hanno reagito alle turbolenze aggregate modificando la quota relativa di rincari o ribassi, anziché attraverso la variazione del loro valore assoluto. Tuttavia, questo comportamento "lineare" dell'inflazione aggregata si

<sup>6</sup> Utilizzando i pesi appropriati per aggregare le categorie di prodotto elementari all'inflazione aggregata.

<sup>7</sup> Cfr. Gautier, E. et al., op. cit.

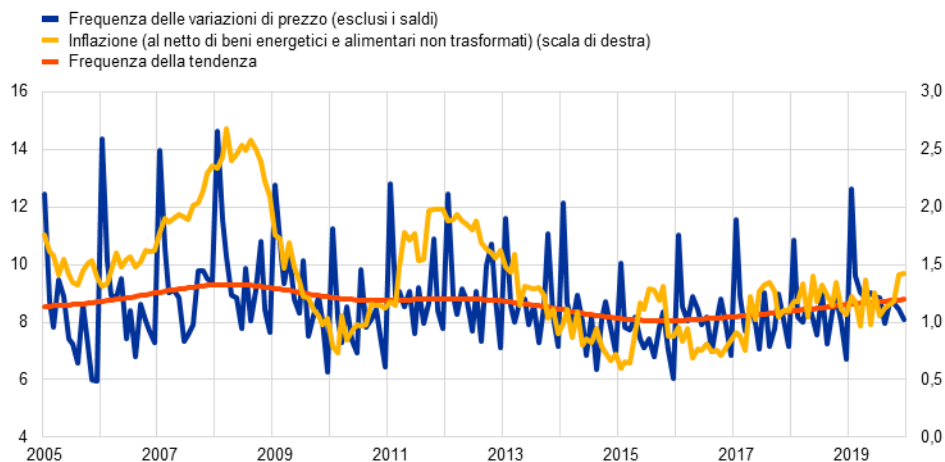
<sup>8</sup> Gli andamenti stagionali della frequenza delle variazioni di prezzo sarebbero coerenti con le previsioni di una classe di modelli dipendenti dal tempo con un certo grado di scaglionamento (soprattutto, le variazioni di prezzo sono più frequenti nel mese di gennaio); sarebbero inoltre coerenti con la stagionalità di fondo delle variazioni dei costi, quali i salari, che, per effetto della dipendenza dalle condizioni economiche, inciderebbero a loro volta sulla frequenza.

interrompe quando gli shock aggregati diventano più consistenti del solito, a causa delle non linearità nelle decisioni a livello di impresa discusse in precedenza.

### Grafico 2

#### Inflazione e frequenza delle variazioni di prezzo nel tempo

(scala di sinistra: valori percentuali, scala di destra: variazione percentuale sui dodici mesi)



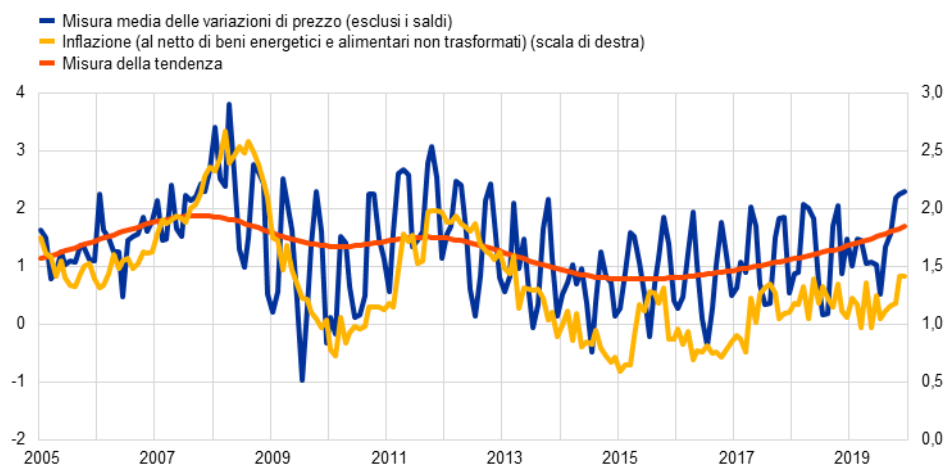
Fonte: elaborazioni degli esperti della Banque de France.

Note: elaborazioni basate sui microdati dello IAPC di PRISMA. La tendenza è calcolata utilizzando il filtro standard di Hodrick-Prescott per i dati mensili.

### Grafico 3

#### Inflazione e misura media delle variazioni di prezzo (reset price)

(scala di sinistra: valori percentuali, scala di destra: variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni degli esperti della Banque de France.

Note: elaborazioni basate sui microdati dello IAPC di PRISMA. La tendenza è calcolata utilizzando il filtro standard di Hodrick-Prescott per i dati mensili.

**Gli episodi storici di inflazione elevata indicano una relazione positiva tra il livello dell'inflazione e sia la frequenza sia la misura media delle variazioni di prezzo diverse da zero, riflettendo un aumento della frequenza dei rincari.**

Alcuni studi hanno documentato le caratteristiche dell'aggiustamento dei prezzi riscontrate a metà degli anni '70 e negli anni '80, quando l'inflazione era elevata e

più volatile nelle economie avanzate<sup>9</sup>. Tali studi hanno fornito diverse indicazioni sull'andamento di aggiustamento dei prezzi utilizzando microdati sui prezzi dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) per la Norvegia e gli Stati Uniti, confrontando il periodo compreso tra la metà degli anni '70 e gli anni '80 con periodi in cui l'inflazione era più bassa e meno volatile. La frequenza di aggiustamento dei prezzi è molto più correlata all'inflazione quando il tasso di inflazione è elevato e più volatile rispetto a quando è basso e relativamente stabile. Ad esempio, negli Stati Uniti, durante il periodo della "Grande inflazione", tra il 1978 e il 1982, la frequenza dell'aggiustamento dei prezzi è stata superiore al 15 per cento, a fronte del 10 per cento osservato durante il successivo periodo di "Grande moderazione". Negli Stati Uniti il valore assoluto dei rincari non è aumentato con l'inflazione, mentre in Norvegia il valore assoluto delle variazioni di prezzo è di fatto diminuito di pari passo con l'inflazione. I risultati relativi a periodi di iperinflazione in altri paesi, come l'Argentina e il Messico, confermano tali conclusioni sul legame tra il livello di inflazione e la frequenza delle variazioni di prezzo<sup>10</sup>. Nel complesso, quando l'inflazione è superiore al 5 per cento, la correlazione tra frequenza e inflazione diventa significativa.

**Per quanto riguarda la recente impennata dell'inflazione, dall'aggiornamento dei microdati di PRISMA relativi ad alcuni paesi dell'area dell'euro emerge un brusco aumento della frequenza delle variazioni di prezzo dovuto a un corrispondente incremento della frequenza dei rincari.** Il riquadro 1 presenta i

risultati basati su un aggiornamento dei microdati di PRISMA relativi allo IAPC di sette paesi. In linea con l'evidenza riportata in precedenza, quando l'inflazione è bassa esiste una scarsa correlazione tra la frequenza delle variazioni di prezzo e l'inflazione (cfr. il grafico 4). Da quando l'inflazione ha iniziato ad aumentare nella seconda metà del 2021, anche la frequenza delle variazioni di prezzo è cresciuta, guidata da un'impennata della frequenza dei rincari. Per quanto concerne il valore assoluto delle variazioni di prezzo, non si osserva alcun forte legame prima o dopo il 2022. Da una nuova serie di dati giornalieri sui prezzi raccolti dalla BCE attraverso il web scraping<sup>11</sup> emergono ulteriori evidenze sulla dipendenza dalle condizioni economiche per il periodo compreso tra aprile 2022 e gennaio 2024. Il riquadro 2 illustra in dettaglio come la frequenza dei rincari dei prodotti alimentari (ricavati dai supermercati online in Germania, Spagna e Italia) sia aumentata significativamente nel 2022, ma sia diminuita nei mesi più recenti collocandosi in prossimità dei livelli precedenti al 2020. Tali evidenze, unitamente al riquadro 3, suggeriscono che i rivenditori al dettaglio rivedono i prezzi con maggiore frequenza quando l'inflazione è più elevata. Shock di maggiore entità fanno sì che i fattori aggregati diventino una determinante importante per le variazioni di prezzo, come previsto dai modelli che

<sup>9</sup> Cfr. Nakamura, E., Steinsson, J., Sun, P. e Villar, D., "The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U.S. Great Inflation", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 133, n. 4, 2018, pagg. 1933-1980, e Wulfsberg, F., "Inflation and Price Adjustments: Micro Evidence from Norwegian Consumer Prices 1975-2004", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 8, n. 3, 2016, pagg. 175-194.

<sup>10</sup> Cfr. Alvarez, F., Beraja, M., Gonzalez-Rozada, M. e Neumeyer, A., "From Hyperinflation to Stable Prices: Argentina's Evidence on Menu Cost Models", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n. 1, 2018, pagg. 451-505, e Gagnon, E., "Price Setting during Low and High Inflation: Evidence from Mexico", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, n. 3, 2009, pagg. 1221-1263.

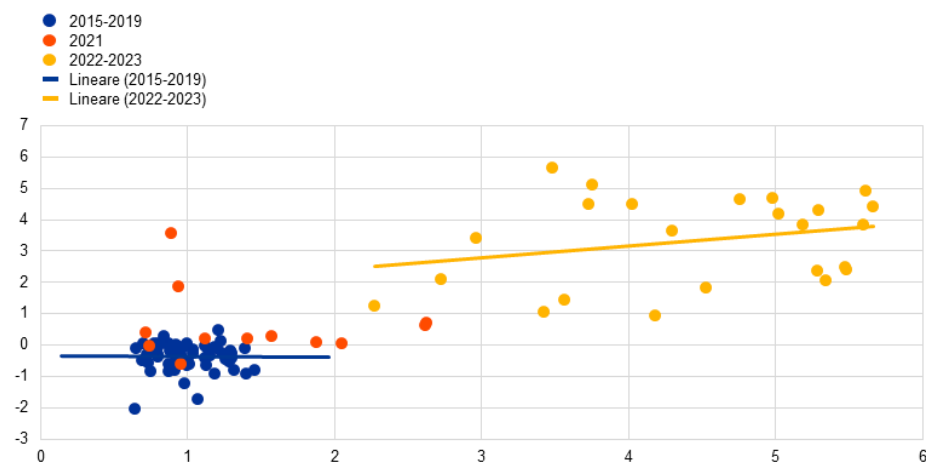
<sup>11</sup> Per maggiori dettagli sui dati raccolti tramite web-scraping, cfr. il riquadro 3 in Strasser, G. et al., "E-commerce and price setting: evidence from Europe", *Occasional Paper Series*, n. 320, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

definiscono i prezzi in funzione dello stato dell'economia. A loro volta, tali modelli prevedono una trasmissione più rapida di grandi shock dal lato dei costi rispetto a quelli di minore entità, causando un'inflazione più elevata e di breve durata, come mostrano i risultati della simulazione discussi nella prossima sezione.

#### Grafico 4

##### Inflazione e frequenza dell'aggiustamento dei prezzi

(asse delle ascisse: inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e alimentari nell'area dell'euro (variazione percentuale sui dodici mesi); asse delle ordinate: frequenza destagionalizzata dell'aggiustamento dei prezzi (sul mese precedente))



Fonti: elaborazioni degli esperti della Banque de France e della BCE.

Note: frequenza dell'aggiustamento dei prezzi sulla base delle serie di microdati sui prezzi al consumo provenienti dagli istituti nazionali di statistica di Germania, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia e Lituania (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 1). Ogni punto corrisponde alla frequenza dell'aggiustamento dei prezzi in un mese, meno la frequenza media dell'aggiustamento dei prezzi in quel mese per il periodo 2011-2019 sull'asse delle ordinate e l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC, al netto dei beni energetici e alimentari, in quel mese per l'area dell'euro sull'asse delle ascisse. Il 2020 è escluso, giacché è stato fortemente colpito dalla pandemia di coronavirus (COVID-19). Per maggiori dettagli sulla fissazione dei prezzi durante la pandemia, cfr. Henkel, L. et al., "Price setting during the coronavirus (COVID-19) pandemic", *Occasional Paper Series*, n. 324, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

#### Riquadro 1

##### Variazioni dell'andamento di aggiustamento dei prezzi in un contesto di inflazione più elevata: evidenze recenti emerse dai microdati sui prezzi al consumo nell'area dell'euro

a cura di Erwan Gautier, Cristina Conflitti, Ludmila Fadejeva, Eduardo Gutiérrez, Valentin Jouvanceau, Jan-Oliver Menz, Alari Paulus, Pau Roldan-Blanco ed Elisabeth Wieland

Nel presente riquadro sono riportate evidenze preliminari che mostrano come la recente impennata dell'inflazione ha inciso sull'andamento dell'aggiustamento dei prezzi al consumo nell'area dell'euro basate su microdati sull'IPC. A tal fine, i risultati di Gautier et al. sono stati aggiornati per coprire il periodo più recente (2021-2023) considerando sette paesi che rappresentano circa l'80 per cento dello IAPC dell'area dell'euro (Germania, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia e Lituania)<sup>12</sup>. L'analisi è condotta su un campione comune di 166 categorie di prodotti che comprendono prodotti

<sup>12</sup> Gautier, E. et al., "New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area" *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2024, di prossima pubblicazione, copre il periodo di bassa inflazione (2000-2019) per 11 paesi dell'area dell'euro, basandosi su serie di dati che ammontano complessivamente a circa 130 milioni di osservazioni sui prezzi raccolte dagli istituti nazionali di statistica per calcolare l'IPC e lo IAPC.

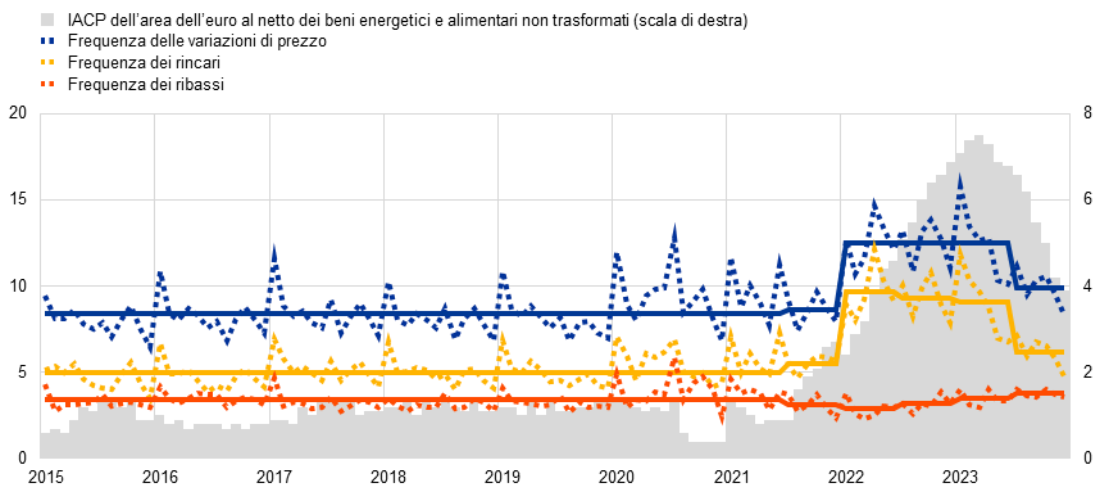
alimentari, beni industriali non energetici (non-energy industrial goods, NEIG) e servizi, pari complessivamente a circa il 60 per cento dello IACP dell'area dell'euro<sup>13</sup>.

Nel periodo 2021-2022 l'economia europea è stata colpita da un forte aumento del costo delle materie prime importate (principalmente input energetici), di riflesso alle tensioni sui mercati dell'energia a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina e alle strozzature lungo le catene di approvvigionamento causate dalla riapertura dell'economia dopo le restrizioni connesse alla pandemia. Tale impennata dei costi per le imprese si è trasmessa ai prezzi alla produzione e poi ai prezzi al consumo e all'inflazione. La trasmissione è stata più rapida del solito e le imprese e i commercianti al dettaglio hanno aumentato la frequenza con cui modificano i prezzi (cfr. il grafico A)<sup>14</sup>. A differenza del periodo di bassa inflazione, in cui la frequenza delle variazioni di prezzo è stata particolarmente piatta, pari all'8,5 per cento in media, nel corso del 2022 essa è aumentata al 12,5 per cento in media. I prezzi sembrano essere stati più flessibili in risposta al grande shock inflazionistico rispetto al periodo di bassa inflazione e meno volatile compreso tra il 2010 e il 2019. La frequenza delle variazioni di prezzo è lievemente diminuita nel corso del 2023. Questo grande cambiamento nella frequenza delle variazioni di prezzo è stato determinato principalmente da un brusco aumento della frequenza dei rincari, riflettendo il fatto che molti rivenditori al dettaglio hanno deciso di aumentare immediatamente i prezzi, anziché attendere di modificarli (come facevano di solito nel periodo di bassa inflazione) e subire conseguenti perdite.

## Grafico A

### Frequenza delle variazioni di prezzo al consumo nel tempo (tutti i settori)

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonte: serie di microdati sui prezzi al consumo provenienti dagli istituti nazionali di statistica di Germania, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia e Lituania. Note: il grafico mostra le frequenze medie ponderate delle variazioni di prezzo (esclusi i saldi). Sono state escluse le variazioni dell'IVA in Germania (2020-2021) e Spagna (2020-2023). Le linee continue rappresentano la media nel periodo 2015-2021 e le medie semestrali nel periodo 2021-2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

<sup>13</sup> Nel recente aggiornamento le serie di dati arrivano fino a dicembre 2023 per Estonia, Spagna, Italia e Lettonia; a ottobre 2023 per Germania e Francia e a marzo 2023 per la Lituania (per maggiori dettagli sulla Lituania, cfr. Jouvanceau, V., "Consumer price rigidity in a context of low and high inflation: the case of Lithuania", *Discussion Paper Series*, n. 34, Bank of Lithuania, 2023). La serie di dati relativa alla Germania, da gennaio a ottobre 2023, contiene soltanto i prezzi rilevati nel land dell'Assia, sebbene questi siano altamente rappresentativi del paese nel suo complesso.

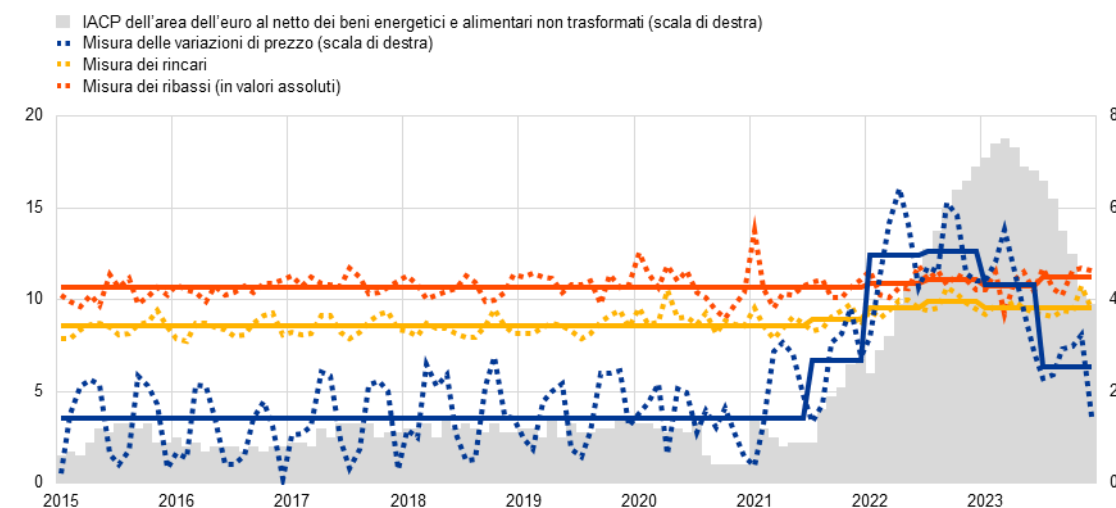
<sup>14</sup> Per i risultati delle indagini sull'aggiustamento dei prezzi alla produzione in Francia durante il periodo di inflazione elevata, cfr. Gautier, E., Le Bihan, H. e Lippi, F., "Why prices transmission large-scale shocks more quickly", *Eco Notepad*, n. 324, Banque de France, 2023.

La misura media delle variazioni di prezzo (diverse da zero) è aumentata durante l'impennata dell'inflazione (cfr. il grafico B). Questo aumento è legato alla maggiore incidenza dei rincari fra le variazioni di prezzo nel periodo recente: nel periodo di elevata inflazione i rincari hanno rappresentato il 75 per cento delle variazioni di prezzo, a fronte del 60 per cento circa osservato nel periodo compreso tra il 2010 e il 2019 nei paesi in esame. Per contro, nonostante l'entità significativa degli shock aggregati, il valore assoluto dei rincari e dei ribassi è rimasto stabile su livelli comparabili a quelli osservati durante il periodo di bassa inflazione. Ciò suggerisce che i commercianti al dettaglio abbiano deciso di aumentare i prezzi con maggiore frequenza, ma nella stessa misura di prima, al fine di limitare le perdite indotte dalla mancata modifica degli stessi. L'aumento della frequenza delle variazioni di prezzo è coerente con la previsione di un modello di fissazione dei prezzi dipendente dallo stato dell'economia con costi di aggiustamento dei listini, ma non con le previsioni di un modello di Calvo, in cui la frequenza rimane stabile. Tale andamento generale è stato simile in tutti i sette paesi dell'area dell'euro per i quali sono disponibili microdati aggiornati sull'IPC per il periodo compreso tra il 2021 e il 2023.

## Grafico B

### Misura delle variazioni di prezzo al consumo nel tempo (tutti i settori)

(scala di sinistra: valori percentuali; scala di destra: variazione percentuale sui dodici mesi)



Fonte: serie di microdati sui prezzi al consumo provenienti dagli istituti nazionali di statistica di Germania, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia e Lituania. Note: il grafico mostra le medie ponderate delle variazioni di prezzo (esclusi i saldi). Sono state escluse le variazioni dell'IVA in Germania (2020-2021) e Spagna (2020-2023). Le linee continue rappresentano la media nel periodo 2015-2021 e le medie semestrali nel periodo 2021-2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

Questo brusco aumento della frequenza dei rincari è stato comune a tutte le categorie generali di prodotti sottostanti allo IAPC (cfr. il grafico C). Gautier et al. documentano che, in media, i prezzi dei beni alimentari sono più flessibili dei prezzi dei beni industriali non energetici (NEIG) o dei servizi<sup>15</sup>. Lo stesso vale per il periodo più recente: l'aumento della frequenza dei rincari è stato più marcato per i beni alimentari che per quelli industriali non energetici o per i servizi. Nel settore alimentare la frequenza dei rincari è aumentata da circa l'8 per cento in media prima del 2020 a quasi il 15 per cento nel 2022, mentre i ribassi sono stati leggermente meno frequenti del solito. Anche per i NEIG e i servizi l'aumento della frequenza dei rincari è stato significativo, sebbene molto inferiore a quello osservato per i beni alimentari (con un aumento di circa 3 punti percentuali sia dei NEIG sia

<sup>15</sup> Cfr. Gautier, E. et al., op. cit., 2024, di prossima pubblicazione.

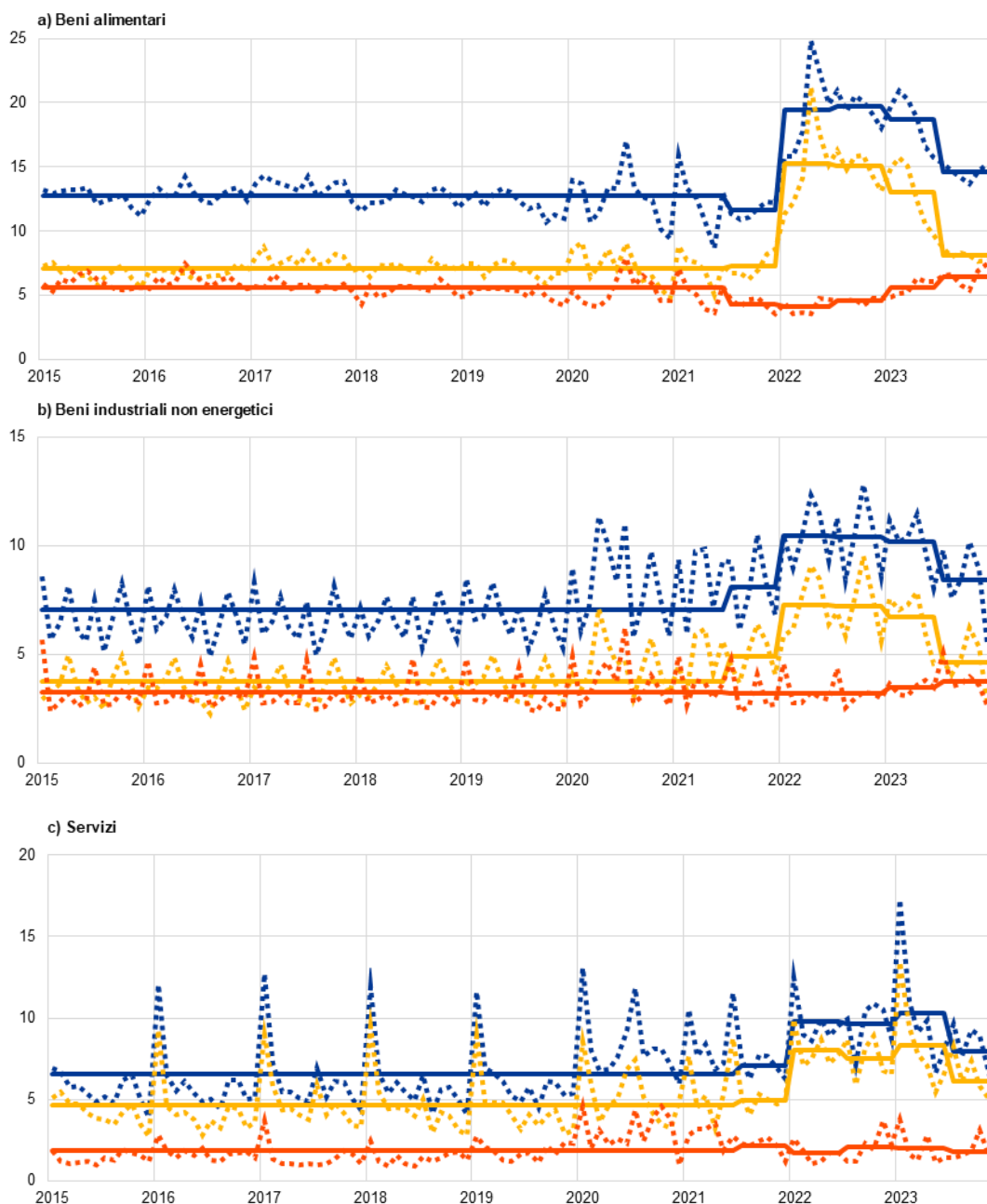
dei servizi), mentre la frequenza dei ribassi è rimasta per lo più stabile. Infine, durante la seconda metà del 2023 la frequenza dei rincari è diminuita in tutti e tre i settori.

### Grafico C

Frequenza delle variazioni di prezzo al consumo nel tempo, per categoria di prodotto aggregata

(valori percentuali)

- Frequenza delle variazioni di prezzo
- Frequenza dei rincari
- Frequenza dei ribassi



Fonte: serie di microdati sui prezzi al consumo provenienti dagli istituti nazionali di statistica di Germania, Estonia, Spagna, Francia, Italia, Lettonia e Lituania. Note: il grafico mostra le frequenze medie ponderate delle variazioni di prezzo (esclusi i saldi). Sono state escluse le variazioni dell'IVA in Germania (2020-2021) e Spagna (2020-2023). Le linee continue rappresentano la media nel periodo 2015-2021 e le medie semestrali nel periodo 2021-2023. Le ultime osservazioni si riferiscono a dicembre 2023.

## Riquadro 2

### Indicazioni sui recenti andamenti della fissazione dei prezzi: evidenze tratte dai microdati giornalieri sui prezzi dei supermercati online

a cura di Chiara Osbat, Lucas Gurovich, Lukas Henkel, Christian Höynck e Giacomo Orsi

Nel presente riquadro sono riportate evidenze preliminari sulla fissazione dei prezzi in funzione dello stato dell'economia emerse utilizzando dati provenienti dai supermercati online di tre dei maggiori paesi dell'area dell'euro (Germania, Spagna e Italia) e relativi al periodo più recente (da aprile 2022 a gennaio 2024). La serie di dati giornalieri sui prezzi (Daily Price Dataset) raccolti dalla BCE contiene informazioni dettagliate su ciascun prodotto e copre tutte le categorie di prodotti inclusi nel paniere di prodotti alimentari nei rispettivi paesi. Può essere utilizzata per comprendere in che modo la recente impennata dei prezzi dei beni alimentari abbia influito sull'andamento dell'aggiustamento dei prezzi online nell'area dell'euro.

Le modalità di fissazione dei prezzi da parte delle imprese, come evidenziato dalla Daily Price Dataset, mostrano chiaramente che la frequenza dei rincari dei beni alimentari è aumentata significativamente nel 2022, ma è diminuita negli ultimi mesi fino a raggiungere i livelli precedenti al 2020. Il grafico A mostra che nel corso del 2022 la frequenza dei rincari dei prodotti alimentari è stata elevata e ha raggiunto un picco a febbraio 2023. Questi livelli sono significativamente più elevati di quelli osservati prima della pandemia. In base ai microdati sull'IPC, tra il 2010 e il 2019 la frequenza mensile delle variazioni di prezzo è stata pari a circa il 6,4 per cento in media per i prodotti alimentari trasformati e al 13,8 per cento per quelli non trasformati. I prezzi online dei prodotti alimentari trasformati in Germania sono variati con una frequenza mensile di circa il 4,1 per cento in media tra il 2015 e il 2019<sup>16</sup>. Nel 2023 la frequenza dei rincari è diminuita, riflettendo il venir meno dell'impatto degli shock passati, e da gennaio 2024 sta tornando ai livelli precedenti la pandemia. Di fatto, la frequenza dei rincari è ora simile alla frequenza dei ribassi. Nel contempo, il valore assoluto delle variazioni di prezzo (rincari o ribassi) è rimasto relativamente invariato. Si osserva un livello significativo di eterogeneità tra paesi, come illustrato nel pannello b) del grafico A. La frequenza dei rincari è diminuita significativamente in Germania e in Italia, ma in misura minore in Spagna, dove resta elevata.

<sup>16</sup> Per maggiori informazioni, cfr. Strasser, G. et al., "E-commerce and price setting: evidence from Europe", *Occasional Paper Series*, n. 320, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.



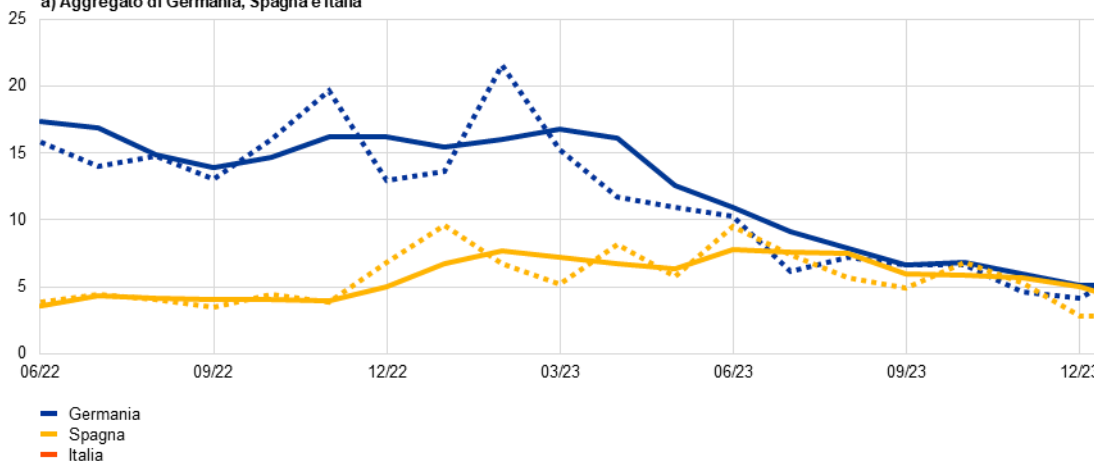
## Grafico A

### Frequenza delle variazioni dei prezzi dei beni alimentari nel tempo

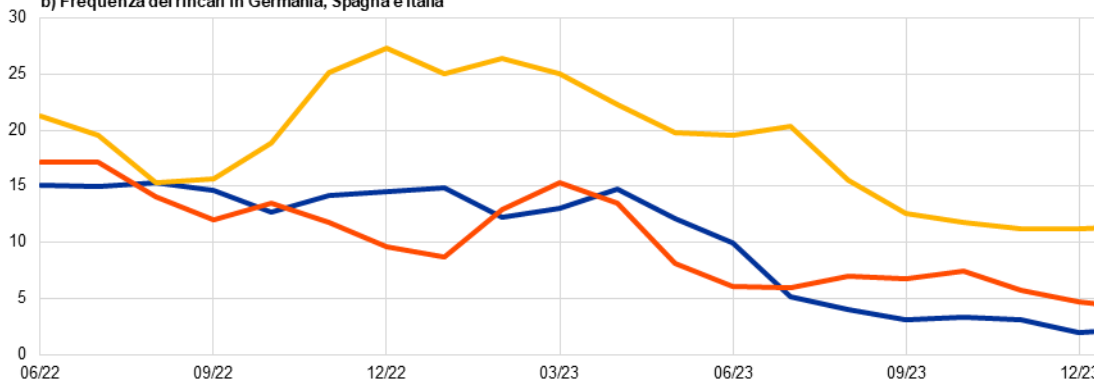
(valori percentuali)

- Frequenza dei rincari
- Frequenza dei rincari (media mobile a tre mesi)
- Frequenza dei ribassi
- Frequenza dei ribassi (media mobile a tre mesi)

a) Aggregato di Germania, Spagna e Italia



b) Frequenza dei rincari in Germania, Spagna e Italia



Fonte: BCE.

Note: il pannello a) mostra la frequenza media mensile dei rincari e dei ribassi dei prodotti alimentari in Germania, Spagna e Italia (linee tratteggiate) e la sua media mobile a tre mesi (linee continue). Il pannello b) mostra la frequenza media mobile a tre mesi dei rincari in Germania, Spagna e Italia. Le ultime osservazioni si riferiscono a gennaio 2024.

## 4 Fissazione dei prezzi in funzione delle condizioni economiche e implicazioni per la trasmissione di grandi shock inflazionistici

**PRISMA ha analizzato le implicazioni macroeconomiche delle evidenze derivanti dai microdati sulla fissazione dei prezzi, utilizzando simulazioni di modelli economici calibrati per riflettere le caratteristiche fondamentali di fissazione dei prezzi dei microdati dell'area dell'euro.** È possibile utilizzare le evidenze derivanti dai microdati sui prezzi e ricavare implicazioni per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria avvalendosi dei più moderni modelli di fissazione dei prezzi, che tengono conto della dipendenza dalle condizioni economiche nelle decisioni delle imprese relative ai prezzi.

**I grandi shock inflazionistici aggregati dovrebbero comportare l'aumento della frequenza dell'aggiustamento dei prezzi nei modelli di fissazione dipendenti dallo stato dell'economia, calibrati sui microdati dell'area dell'euro.**

Tali modelli di aggiustamento dei prezzi si basano sull'idea che le variazioni di prezzo non si verificano in modo casuale tra le imprese, ma dipendono dalla misura del divario di prezzo di un prodotto. Quanto più grande è uno shock dal lato dei costi nominali, tanto più le imprese si ritroveranno con prezzi disallineati e decideranno di modificarli, facendo aumentare la frequenza aggregata di aggiustamento dei prezzi. Pertanto, in un contesto macroeconomico più volatile, il grado di flessibilità dei prezzi dovrebbe aumentare, come discusso in precedenza. Questa caratteristica è corroborata dall'analisi del modello effettuata da PRISMA<sup>17</sup>. Nello specifico, l'utilizzo di modelli economici che consentono di variare la frequenza di aggiustamento dei prezzi a seconda dello stato dell'economia e che sono calibrati sui microdati relativi al periodo precedente la pandemia raccolti da PRISMA si traduce in consistenti aumenti della frequenza di aggiustamento dei prezzi a seguito di grandi shock che incidono sui costi nominali. Come documentato da PRISMA, la frequenza di aggiustamento dei prezzi varia fra i tre principali settori analizzati (prodotti alimentari trasformati, beni industriali non energetici (NEIG) e servizi), in quanto i prezzi dei beni alimentari variano molto più di frequente di quelli dei NEIG e dei servizi. Ciò riflette differenze nella volatilità dei costi tra i vari settori, che a sua volta deriva da strutture di costo diverse. Infatti, il settore dei servizi presenta una quota relativamente maggiore di costo del lavoro, il quale è meno volatile, mentre gli altri due settori ne hanno una relativamente maggiore di materie prime e input intermedi, che sono più volatili.

Nelle simulazioni, partendo da uno scenario di base in cui l'aggiustamento dei prezzi è determinato solo da shock idiosincratici, la frequenza delle variazioni di prezzo è relativamente piatta per gli shock aggregati di piccola entità, ma aumenta in modo non lineare quando gli shock dal lato dei costi superano il 10 per cento (cfr. il grafico 5), in linea con le evidenze relative all'area dell'euro per i periodi precedenti e successivi alle misure di chiusura legate alla pandemia<sup>18</sup>. Inoltre, sebbene la frequenza aumenti in tutti e tre i settori, per una data dimensione dello shock si prevede che l'incremento maggiore si verifichi nel settore dei prodotti alimentari trasformati, mentre quello più contenuto nel settore dei servizi. Questa eterogeneità settoriale è coerente con le evidenze relative alla recente impennata dell'inflazione nell'area dell'euro, presentate nel riquadro 1.

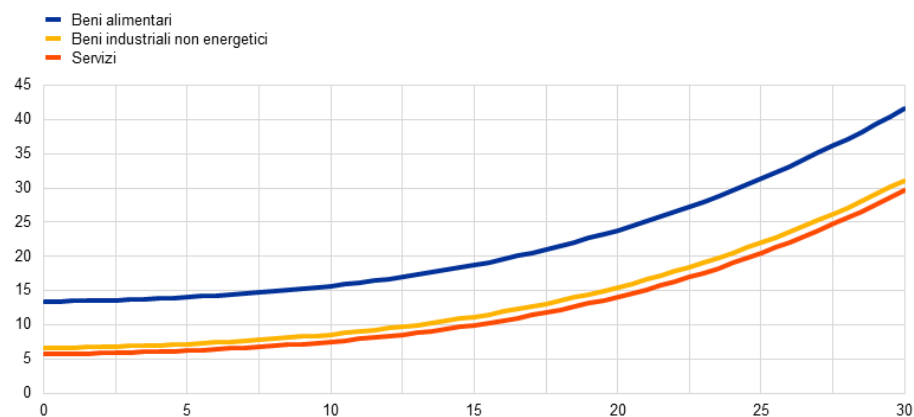
<sup>17</sup> Cfr. Dedola, L. et al., "Some implications of micro price-setting evidence for inflation dynamics and monetary transmission", *Occasional Paper Series*, n. 321, BCE, Francoforte sul Meno, 2023.

<sup>18</sup> In particolare, il grafico B del riquadro 1 mostra che i rincari e i ribassi medi nell'area dell'euro sono rispettivamente dell'8 e del 10 per cento circa (in valori assoluti).

## Grafico 5

### Relazione basata su modello tra gli shock sui costi nominali e la frequenza delle variazioni di prezzo

(asse delle ascisse: misura dello shock sui costi nominali (valore percentuale); asse delle ordinate: frequenza mensile delle variazioni di prezzo (valori percentuali))



Fonte: Dedola, L. et al., op. cit.

Nota: basato su elaborazioni degli esperti della BCE utilizzando i microdati dello IAPC di PRISMA.

### Una maggiore frequenza di aggiustamento dei prezzi implica una trasmissione anticipata e più rapida degli shock all'inflazione.

Se aumenta la frequenza di aggiustamento dei prezzi, un numero maggiore di imprese rivedrà i propri prezzi in ciascun periodo, incorporando gli effetti degli shock. Una maggiore flessibilità dei prezzi può comportare nell'immediato una reazione più rapida dell'inflazione allo shock. Inoltre, a parità di altre condizioni, la reazione diventa meno persistente in quanto un numero maggiore di imprese modificherà i prezzi subito dopo lo shock, anziché attendere un momento successivo. Nel Regno Unito tale effetto è risultato empiricamente rilevante per le dinamiche dell'inflazione prima dell'impennata inflazionistica<sup>19</sup>. La flessibilità dei prezzi variabile nel tempo, associata alla variazione della frequenza di aggiustamento dei prezzi nei microdati relativi all'IPC del Regno Unito, è un fattore fondamentale alla base della dinamica dell'inflazione in tale paese. L'inflazione è stata più volatile e meno persistente nei periodi di elevata flessibilità dei prezzi, evidenziando in generale l'importanza di tenere conto dei cambiamenti endogeni della frequenza delle variazioni di prezzo per comprendere e prevedere la dinamica dell'inflazione.

### Analogamente, grandi shock dal lato dei costi nominali hanno effetti non lineari sulla dinamica dell'inflazione nei modelli calibrati.

Le non linearità nella fissazione dei prezzi implicano che, nelle simulazioni basate su modello, gli effetti inflazionistici iniziali aumentano in misura più che proporzionale all'entità degli shock nominali. Tuttavia, questi shock dal lato dei costi devono essere superiori al 15 per cento, perché le non linearità accelerino in modo significativo la dinamica dell'inflazione simulata nel periodo successivo. A parità di altre condizioni, non solo l'inflazione aumenterà più rapidamente, ma anche la sua convergenza verso il tasso fissato dalla banca centrale come obiettivo sarà più rapida.

<sup>19</sup> Cfr. Petrella, I., Santoro, E. e de la Porte Simonsen, L., "Time-varying Price Flexibility and Inflation Dynamics", *CEPR Discussion Paper*, n. 13027, Centre for Economic Policy Research, 2018.

**L'impatto di grandi shock sulla frequenza delle variazioni di prezzo dovrebbe essere temporaneo e scomparire con il ritorno dell'inflazione verso la sua tendenza di lungo periodo.** Dopo che le imprese avranno reagito a un grande shock dal lato dei costi aggiustando i prezzi più rapidamente, una volta che quest'ultimo sarà venuto meno (e in assenza di variazioni di altri fattori rilevanti per l'aggiustamento dei prezzi), l'inflazione dovrebbe riprendere la sua tendenza e anche le decisioni sulla fissazione dei prezzi adottate dalle imprese dovrebbero diventare simili a quelle prevalenti prima dello shock. Di conseguenza, anche la frequenza delle variazioni di prezzo dovrebbe convergere verso i livelli precedenti lo shock. In linea con questa previsione teorica, i riquadri 1, 2 e 3 presentano evidenze provenienti da diverse fonti che mostrano che la frequenza delle variazioni di prezzo è diminuita significativamente nel 2023, unitamente al tasso di inflazione, e si sta avvicinando ai livelli precedenti la pandemia<sup>20</sup>.

**I modelli macroeconomici di riferimento utilizzati nelle istituzioni politiche non consentono in genere di variare la frequenza di aggiustamento dei prezzi, pertanto potrebbero non rilevare le non linearità quando l'inflazione è elevata e gli shock sono grandi.** I modelli di riferimento colgono il meccanismo di aggiustamento dei prezzi attraverso un modello di fissazione dei prezzi che dipende dal tempo in cui la frequenza di aggiustamento dei prezzi è costante. I modelli di fissazione dei prezzi dipendenti dal tempo costituiscono una buona approssimazione quando l'inflazione è stabile e gli shock aggregati sono modesti<sup>21</sup>. In tali modelli, tuttavia, la frequenza di aggiustamento dei prezzi non dipende dalle condizioni economiche. Ciò significa che di certo non rileveranno gli effetti non lineari derivanti dai grandi shock probabilmente associati alla recente impennata dell'inflazione. Tale caratteristica dei modelli macroeconomici di riferimento non li rende necessariamente meno utili nel fornire informazioni per le decisioni politiche (ad esempio nel contesto delle proiezioni economiche), a condizione che siano sottoposti a un aggiustamento basato su valutazioni soggettive che tenga conto di tali non linearità (ad esempio cercando di rimodulare i parametri che regolano la fissazione dei prezzi).

### Riquadro 3

Fissazione dei prezzi durante e dopo il periodo di inflazione elevata: evidenze da un'indagine condotta presso imprese di grandi dimensioni

a cura di Friderike Kuik, Richard Morris e Octavia Zahrt

Il presente riquadro riassume i risultati di una breve indagine ad hoc condotta dalla BCE tra imprese leader dell'area dell'euro in merito alle loro modalità di fissazione dei prezzi durante e dopo il

<sup>20</sup> I modelli dipendenti dalle condizioni economiche prevedono che le non linearità siano simmetriche con il segno degli shock e vi sono evidenze del fatto che, come gli shock inflazionistici di modesta entità, anche piccoli shock deflazionistici non sembrano influire sulla frequenza delle variazioni di prezzo. Tuttavia, non si osservano evidenze comparabili per grandi shock deflazionistici.

<sup>21</sup> Cfr. Auclert, A., Rigato, R., Rognlie, M. e Straub, L., "New Pricing Models, Same Old Phillips Curves?", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 139, n. 1, 2024, pagg. 121-186.

recente periodo di inflazione elevata<sup>22</sup>. Si tratta di un aggiornamento parziale di un'indagine condotta nel 2019<sup>23</sup> e per il quale sono pervenute 66 risposte.

Come discusso nella sezione 4, la teoria prevede che un'impresa deciderà quando e in che misura variare i propri prezzi, confrontando il costo di modificare i prezzi con quello di mantenere i prezzi invariati ma disallineati. Ciò dipende dalla variazione dei costi per le imprese e dalla loro capacità di trasmettere il cambiamento dei costi in funzione del potere di mercato, delle condizioni della domanda e dei prezzi dei concorrenti. È possibile quindi attendersi che, alla luce dei considerevoli aumenti dei costi, le imprese avranno rivisto e modificato i propri prezzi con maggiore frequenza durante il recente episodio di inflazione elevata, ma che le modalità di fissazione dei prezzi dovrebbero tornare a normalizzarsi con il rallentamento dell'inflazione. L'indagine chiarisce se ciò sia effettivamente vero e rivela l'importanza che le imprese attribuiscono ai diversi fattori quando procedono effettivamente alla fissazione dei prezzi.

Stando alle risposte, nel 2023, in media, le imprese hanno ritenuto che il mantenimento dei margini di profitto, la domanda del proprio prodotto o servizio, i costi degli input (in particolare quelli diversi dal costo del lavoro), i prezzi dei concorrenti dell'area dell'euro e a livello mondiale e l'inflazione al consumo fossero importanti per le loro decisioni riguardanti la fissazione dei prezzi (cfr. il grafico A). I costi finanziari sono stati considerati meno importanti. Nella misura in cui le opzioni di risposta si sovrapponevano, le risposte su cosa fosse importante per la fissazione dei prezzi differivano in misura minima da quelle dell'indagine del 2019<sup>24</sup>. Per il 2024, in media, gli intervistati hanno indicato che il mantenimento dei margini di profitto e la domanda del proprio prodotto o servizio sarebbero stati sempre più importanti, al pari, seppur in misura minore, dei prezzi dei concorrenti e del costo del lavoro. L'inflazione al consumo e i costi finanziari diventerebbero meno importanti.

---

<sup>22</sup> L'indagine è stata condotta nell'ambito dei contatti regolari della BCE con imprese non finanziarie. Per maggiori dettagli, cfr. l'articolo 1 *L'interlocuzione della BCE con le società non finanziarie* nel numero 1/2021 di questo Bollettino.

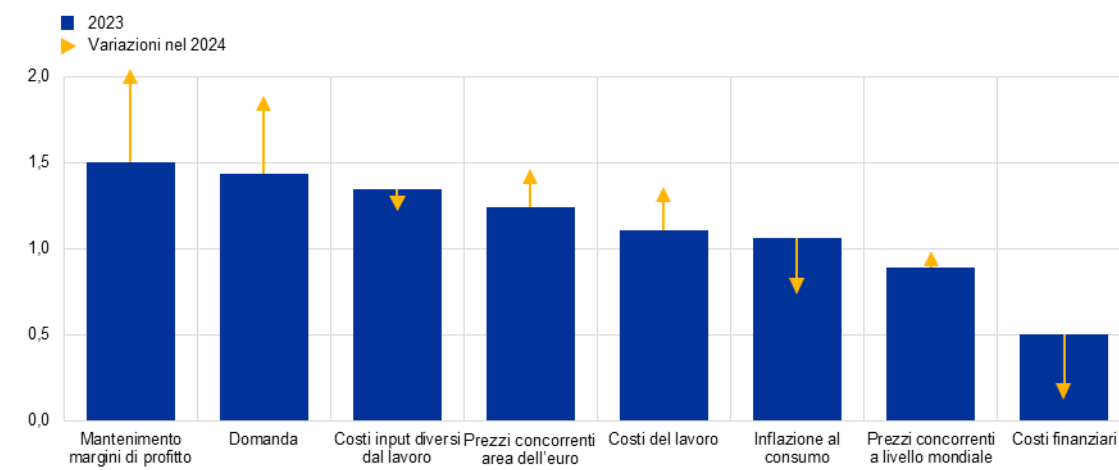
<sup>23</sup> Cfr. il riquadro 4 *Modalità di determinazione dei prezzi: indicazioni da un'indagine condotta presso imprese di grandi dimensioni* nel numero 7/2019 di questo Bollettino. Sebbene i campioni delle imprese che hanno risposto alle due indagini siano diversi, vi è una certa sovrapposizione (32 imprese che hanno risposto sia all'indagine del 2019 sia a quella più recente). Analizzando solo il sottocampione di imprese sovrapposte, tutti i risultati rimangono coerenti.

<sup>24</sup> Nel 2019 sia i prezzi dei concorrenti, sia i costi (del lavoro e diversi da quelli del lavoro) sia la domanda sono stati considerati tra gli aspetti più importanti per le aziende al momento della fissazione dei prezzi. Il mantenimento dei margini di profitto e l'inflazione al consumo non erano nell'elenco delle opzioni di risposta nell'indagine del 2019.

## Grafico A

### Fattori rilevanti per le decisioni delle imprese in merito alla fissazione dei prezzi

(punteggio medio delle risposte, 2023: 0 = non importante; 1 = importante; 2 = molto importante; variazioni nel 2024: 1 = più importante, -1 = meno importante)



Fonte: BCE.

Nota: sulla base di 63-65 risposte a seconda della voce.

Le risposte delle imprese suggeriscono che nel 2023 la frequenza delle revisioni e delle variazioni di prezzo è stata elevata e che nel 2024 quella delle revisioni dei prezzi rimarrà tale, mentre la frequenza delle variazioni di prezzo mostrerà una lieve moderazione (cfr. il grafico B e il grafico C). Rispetto all'indagine del 2019, la principale variazione nel 2023 è stata il calo molto brusco (a livelli trascurabili) della percentuale di imprese che hanno affermato di aver rivisto i prezzi solo con frequenza annuale e la forte diminuzione della percentuale di quelle che hanno affermato di aver variato i prezzi solo con frequenza annuale. Ciò è stato compensato dall'aumento della percentuale di imprese che hanno rivisto e variato i prezzi con frequenza semestrale, trimestrale o mensile. Le imprese hanno inoltre mostrato la tendenza a passare da revisioni con tempistiche irregolari a revisioni periodiche. Per il 2024 solo un numero esiguo ha segnalato cambiamenti nel proprio comportamento in merito alle revisioni e non è emersa una chiara direzione di variazione in termini di maggiore o minore frequenza. Per contro, un numero lievemente superiore di imprese ha segnalato un cambiamento delle proprie aspettative riguardo alla frequenza con cui modificherebbero i prezzi, indicando quasi tutte una frequenza minore, passando per lo più da variazioni semestrali o trimestrali dei prezzi (nuovamente) a variazioni annuali. Nel complesso, le risposte indicano che anche nel 2024 la frequenza media delle variazioni di prezzo resterà maggiore rispetto al 2019.

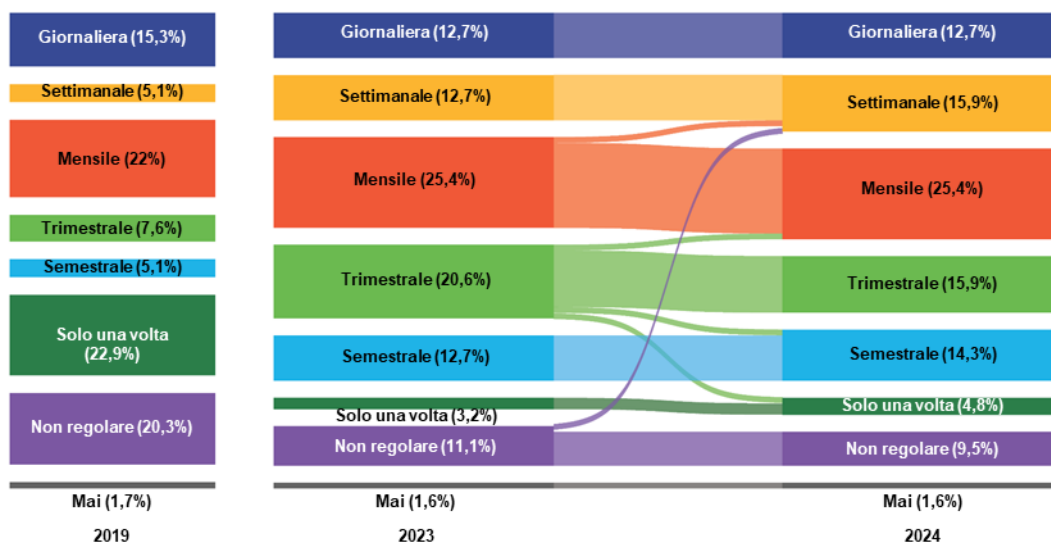
Le imprese si attendono che nel 2024 la crescita dei prezzi di vendita rallenti più di quella dei costi degli input<sup>25</sup>. Un sottoinsieme di 24 imprese ha scelto di indicare la crescita (attesa) dei propri prezzi di vendita e dei costi degli input nel 2023 e nel 2024. Per il 2023 hanno riferito aumenti dei prezzi di vendita e dei costi complessivi degli input sostanzialmente simili, prossimi al 6 per cento. Tuttavia, ci si attendeva che nel 2024 gli aumenti dei prezzi di vendita sarebbero stati costantemente inferiori a quelli dei costi degli input, suggerendo che, in particolare, gli aumenti del costo del lavoro nel 2024 (che dovrebbero essere circa il doppio degli aumenti dei costi diversi da quello del lavoro) potrebbero essere parzialmente assorbiti dai margini di profitto.

<sup>25</sup> Cfr. il riquadro 5 *Principali evidenze emerse dai recenti contatti della BCE con le società non finanziarie* in questo numero del Bollettino.

## Grafico B

### Frequenza delle revisioni dei prezzi nel 2019, 2023 e 2024

(percentuale di risposte)



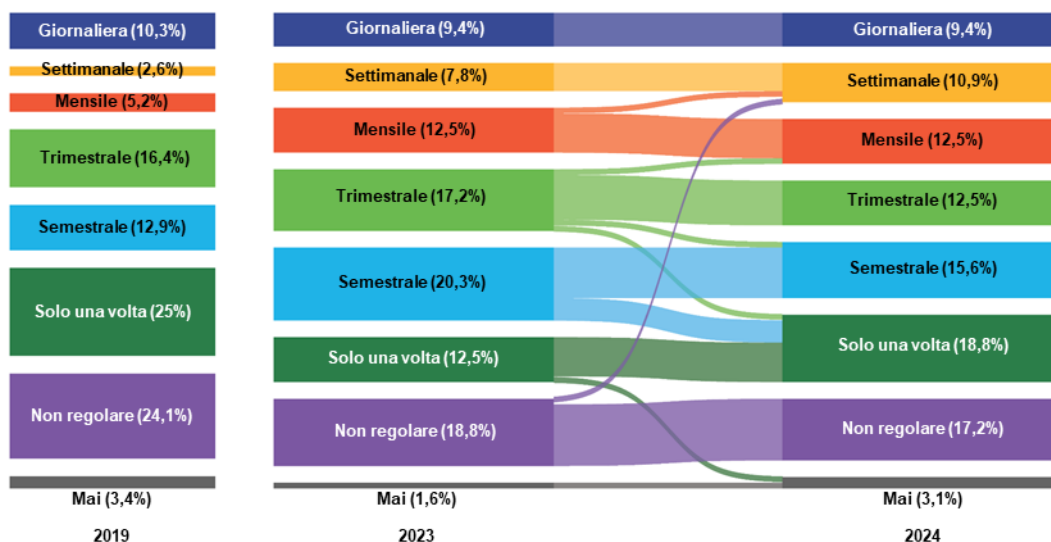
Fonte: BCE.

Note: la figura mostra i flussi tra le frequenze dal 2023 al 2024. Le opzioni di risposta nell'indagine del 2019 differivano leggermente, così che le opzioni "Ogni 1-3 anni" e "Meno di una volta in tre anni" sono state abbinate alle opzioni "Solo una volta" e "Mai" nell'edizione del 2024, in cui la domanda riguardava le variazioni nell'anno precedente/seguito.

## Grafico C

### Frequenza delle variazioni di prezzo nel 2019, 2023 e 2024

(percentuale di risposte)



Fonte: BCE.

Note: la figura mostra i flussi tra le frequenze dal 2023 al 2024. Le opzioni di risposta nell'indagine del 2019 differivano leggermente, così che le opzioni "Ogni 1-3 anni" e "Meno di una volta in tre anni" sono state abbinate alle opzioni "Solo una volta" e "Mai" nell'edizione del 2024, in cui la domanda riguardava le variazioni nell'anno precedente/seguito.

## 5 Osservazioni conclusive

**La rete di ricerca PRISMA ha raccolto i principali elementi empirici sulle rigidità nominali nell'area dell'euro sulla base di microdati, fornendo evidenze sul fatto che la fissazione dei prezzi dipende dalle condizioni economiche anche in periodi di inflazione bassa e stabile.** In un contesto di elevata inflazione caratterizzato da grandi shock, gli effetti empirici della fissazione dei prezzi in funzione dello stato dell'economia sulla dinamica dell'inflazione e la trasmissione della politica monetaria sono ancora più marcati.

**In presenza di grandi shock inflazionistici, la frequenza delle variazioni di prezzo aumenta, determinando una dinamica dell'inflazione più vigorosa e rapida.** Dato un certo grado di persistenza degli shock sui costi sottostanti, l'inflazione aumenterà più rapidamente rispetto al caso in cui la frequenza delle variazioni di prezzo fosse rimasta invariata. Al tempo stesso, la trasmissione degli shock al livello aggregato dei prezzi sarà più rapida e l'inflazione tornerà più velocemente verso l'obiettivo fissato dalla banca centrale.

**Una volta che le imprese avranno assorbito nei prezzi il grande shock dal lato dei costi, la dipendenza dalle condizioni economiche implica che la frequenza di aggiustamento dei prezzi tornerà alla sua normalità di lungo periodo.**

Con il ritorno della flessibilità dei prezzi ai livelli precedenti lo shock e qualora non ci si attenda che l'inflazione rimanga elevata, un calo della domanda aggregata potrebbe comportare un rallentamento dell'attività economica anziché una riduzione dell'inflazione, giacché meno imprese reagiscono riducendo i prezzi.

Di conseguenza, in assenza di ulteriori grandi shock, a parità di altre condizioni, la trasmissione della politica monetaria dovrebbe riflettere più da vicino gli andamenti storici prevalenti nel periodo di inflazione stabile precedente la pandemia. Gli effetti sull'inflazione di qualsiasi cambiamento dell'orientamento della politica monetaria, sia restrittivo sia espansivo, dovrebbero concretizzarsi con ritardi simili a quelli osservati prima della pandemia.



# Statistiche

## Indice

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

## Ulteriori informazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

## Segni convenzionali nelle tavole

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

# 1 Contesto esterno

## 1.1 Principali partner commerciali, PIL e IPC

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

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

1) Dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati.

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

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

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

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

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

2) Esclusa l'area dell'euro.

## 2 Attività economica

### 2.1 PIL e componenti della domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	PIL											
	Totale	Domanda interna								Saldo con l'estero <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi				Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
					Totale	Totale costruzioni	Totale attrezzature	Prodotti di proprietà intellettuale				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
A prezzi correnti (miliardi di euro)												
2021	12.474,4	11.980,4	6.354,5	2.737,1	2.726,9	1.388,6	761,4	570,3	161,9	494,1	6.172,3	5.678,2
2022	13.507,1	13.265,8	7.069,1	2.900,5	3.017,3	1.560,4	847,4	602,4	279,0	241,2	7.440,0	7.198,8
2023	14.372,5	13.853,5	7.533,4	3.033,8	3.174,4	1.625,5	904,0	637,3	112,0	518,9	7.391,2	6.872,3
2023 1° trim.	3.540,2	3.408,8	1.855,5	740,1	782,7	405,1	223,2	152,5	30,6	131,4	1.895,5	1.764,1
2° trim.	3.579,9	3.445,6	1.873,8	753,8	788,3	405,6	225,9	155,0	29,7	134,3	1.858,5	1.724,2
3° trim.	3.601,8	3.465,4	1.898,5	766,2	793,4	406,7	228,4	156,4	7,3	136,4	1.828,0	1.691,6
4° trim.	3.650,4	3.527,1	1.908,4	774,5	808,0	408,5	225,5	172,1	36,2	123,2	1.836,8	1.713,6
<i>in percentuale del PIL</i>												
2023	100,0	96,4	52,4	21,1	22,1	11,3	6,3	4,4	0,8	3,6	-	-
Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 1° trim.	0,0	-0,6	0,1	-0,4	0,3	0,7	1,9	-2,9	-	-	-0,5	-1,6
2° trim.	0,1	0,7	0,1	0,4	0,2	-0,4	0,4	1,4	-	-	-1,1	-0,1
3° trim.	-0,1	-0,2	0,3	0,6	0,0	-0,5	0,6	0,4	-	-	-1,2	-1,4
4° trim.	0,0	0,3	0,1	0,6	1,0	-0,4	-2,3	9,5	-	-	0,0	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	5,9	4,7	4,4	4,2	3,5	5,8	8,1	-6,5	-	-	11,5	9,2
2022	3,4	3,6	4,2	1,6	2,5	1,3	4,5	2,6	-	-	7,2	7,9
2023	0,4	0,2	0,5	0,7	1,1	-0,9	3,2	3,4	-	-	-1,1	-1,6
2023 1° trim.	1,3	0,7	1,3	0,0	2,0	-0,6	5,8	3,5	-	-	2,6	1,5
2° trim.	0,6	0,7	0,6	0,5	1,7	-0,6	5,2	2,5	-	-	-0,5	-0,4
3° trim.	0,1	-0,4	-0,3	1,2	0,4	-0,4	2,4	-0,3	-	-	-3,0	-4,1
4° trim.	0,1	0,3	0,6	1,2	1,4	-0,7	0,5	8,2	-	-	-2,8	-2,5
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 1° trim.	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,6	0,6	-	-
2° trim.	0,1	0,7	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,6	-0,6	-	-
3° trim.	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
4° trim.	0,0	0,3	0,0	0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	5,9	4,8	2,4	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,4	-	-
2022	3,4	3,5	2,2	0,3	0,5	0,2	0,3	0,1	0,4	0,0	-	-
2023	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,5	0,3	-	-
2023 1° trim.	1,3	0,7	0,7	0,0	0,5	-0,1	0,4	0,2	-0,5	0,6	-	-
2° trim.	0,6	0,7	0,3	0,1	0,4	-0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	-	-
4° trim.	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-0,6	-0,2	-	-

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) Includono le acquisizioni al netto delle cessioni di oggetti di valore.

## 2 Attività economica

### 2.2 Valore aggiunto per branca di attività economica

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)											Imposte al netto dei sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>A prezzi correnti (miliardi di euro)</b>												
2021	11.191,4	186,6	2.220,1	594,5	2.021,5	598,5	515,1	1.247,2	1.297,6	2.172,8	337,6	1.283,0
2022	12.165,3	215,4	2.453,1	655,9	2.332,9	632,9	532,5	1.299,5	1.397,2	2.274,3	371,6	1.341,8
2023	13.001,6	221,4	2.627,2	723,3	2.447,0	678,6	611,1	1.411,5	1.491,1	2.391,1	399,4	1.370,8
2023 1° trim.	3.200,5	57,2	660,6	178,1	604,9	164,1	147,4	343,8	364,3	582,8	97,4	339,7
2° trim.	3.243,7	55,5	662,0	180,1	612,5	169,2	152,1	349,7	372,0	591,6	99,0	336,1
3° trim.	3.255,7	54,7	653,0	181,8	611,5	170,9	155,3	353,1	374,5	600,6	100,2	346,2
4° trim.	3.297,4	53,8	661,7	184,1	618,6	173,0	155,9	359,0	381,3	609,2	100,7	352,9
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>												
2023	100,0	1,7	20,2	5,6	18,8	5,2	4,7	10,9	11,5	18,4	3,1	-
<b>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</b>												
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>												
2023 1° trim.	0,1	0,9	-1,5	1,9	0,1	0,9	-0,3	0,9	0,1	0,3	2,1	-0,5
2° trim.	0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	1,4	0,6	-0,1	0,5	0,1	0,7	0,1
3° trim.	-0,1	-1,2	-1,0	0,0	0,0	0,8	0,1	0,2	0,0	0,1	1,7	0,0
4° trim.	0,0	0,8	-0,4	-0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,1	0,4	0,6	-1,4	-0,3
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>												
2021	5,8	1,1	8,8	2,9	7,8	9,3	5,6	1,9	6,6	3,5	4,3	7,2
2022	3,5	-2,4	1,2	1,1	7,7	6,0	0,6	1,8	4,9	1,9	12,1	2,6
2023	0,6	0,4	-1,9	0,6	0,4	4,2	0,5	1,3	1,4	1,1	3,9	-1,2
2023 1° trim.	1,8	0,7	0,1	0,9	2,5	5,2	0,6	1,7	2,0	1,6	6,6	-2,4
2° trim.	0,9	1,0	-0,7	0,3	0,2	4,8	0,9	1,2	1,6	1,1	3,3	-1,2
3° trim.	0,1	-0,3	-2,5	1,2	-0,6	3,6	0,9	1,2	1,1	0,8	3,1	-0,3
4° trim.	0,1	0,2	-3,1	1,2	-0,1	3,4	0,0	1,1	1,1	1,2	3,1	-0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>												
2023 1° trim.	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	-
2° trim.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
3° trim.	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>												
2021	5,8	0,0	1,8	0,2	1,4	0,5	0,3	0,2	0,8	0,7	0,1	-
2022	3,5	0,0	0,2	0,1	1,4	0,3	0,0	0,2	0,6	0,4	0,4	-
2023	0,6	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
2023 1° trim.	1,8	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-
2° trim.	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,1	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-
4° trim.	0,1	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 2 Attività economica

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

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

	Totale	Per status occupazionale		Per settore di attività									
		Ocupati dipendenti	Ocupati autonomi	Agricoltura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informazione e comunicazione	Attività finanziarie e assicurative	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrative e servizi di supporto	Amministrazione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intrattenimento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Persone occupate</b>													
<i>percentuale sul totale delle persone occupate</i>													
2021	100,0	86,1	13,9	3,0	14,4	6,3	24,1	3,1	2,4	1,0	14,0	25,0	6,6
2022	100,0	86,2	13,8	2,9	14,2	6,4	24,4	3,2	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2023	100,0	86,3	13,7	2,8	14,2	6,4	24,5	3,3	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	1,4	1,6	0,4	0,2	0,0	3,2	0,3	4,5	0,6	0,4	2,9	2,1	0,9
2022	2,3	2,4	1,3	-0,8	1,2	3,2	3,4	5,8	0,0	2,8	3,0	1,6	1,5
2023	1,4	1,5	1,1	-1,3	0,9	1,5	1,9	3,5	1,0	1,6	1,6	1,4	0,9
2023 1° trim.	1,7	1,8	1,2	-1,3	1,3	1,8	2,3	4,9	1,1	2,3	2,0	1,4	1,1
2° trim.	1,4	1,5	0,9	-2,2	1,1	1,0	1,9	4,0	1,0	2,2	1,9	1,4	0,7
3° trim.	1,4	1,4	0,9	-1,0	0,8	1,4	2,0	2,4	1,1	0,8	1,4	1,5	0,4
4° trim.	1,2	1,2	1,3	-0,6	0,4	1,8	1,3	2,7	0,7	1,2	1,2	1,5	1,1
<b>Ore lavorate</b>													
<i>percentuale sul totale delle ore lavorate</i>													
2021	100,0	81,8	18,2	4,1	15,0	7,3	24,3	3,4	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,9	18,1	3,9	14,6	7,3	25,2	3,5	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	82,1	17,9	3,8	14,5	7,3	25,3	3,5	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	5,9	5,7	6,7	1,1	5,1	9,8	6,8	7,9	3,0	5,9	8,2	3,9	6,5
2022	3,4	3,5	3,0	-1,2	1,0	3,3	7,6	5,9	-0,2	4,6	4,0	0,6	5,7
2023	1,3	1,5	0,4	-1,5	0,6	1,2	1,6	3,0	0,6	1,1	1,6	1,5	1,4
2023 1° trim.	2,1	2,4	0,5	-0,6	1,7	1,7	3,0	4,6	1,0	1,8	2,3	1,5	2,5
2° trim.	1,6	1,8	0,8	-2,5	1,3	1,2	1,8	4,2	1,3	1,8	2,2	1,8	1,7
3° trim.	1,4	1,6	0,7	-1,2	0,6	1,4	1,8	1,9	1,0	1,1	1,6	1,8	1,5
4° trim.	1,3	1,4	0,6	-0,6	0,5	2,1	1,1	3,0	0,4	0,8	1,4	1,8	1,0
<b>Ore lavorate per persona occupata</b>													
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>													
2021	4,4	4,1	6,3	0,9	5,1	6,4	6,4	3,2	2,3	5,4	5,1	1,7	5,6
2022	1,1	1,1	1,7	-0,5	-0,2	0,1	4,1	0,1	-0,2	1,8	1,0	-1,0	4,2
2023	-0,2	0,0	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	0,0	0,0	0,6
2023 1° trim.	0,4	0,6	-0,6	0,7	0,4	-0,1	0,7	-0,3	-0,1	-0,4	0,3	0,1	1,3
2° trim.	0,2	0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	-0,5	0,3	0,5	1,0
3° trim.	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	-0,1	0,3	0,2	0,3	1,1
4° trim.	0,0	0,2	-0,7	-0,1	0,1	0,3	-0,2	0,3	-0,3	-0,4	0,2	0,2	-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 <sup>1)</sup>										Tasso di posti vacanti <sup>3)</sup>	
			Totale		Disoccupazione di lungo termine, in perc. delle forze di lavoro <sup>2)</sup>	Per età				Per genere				
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro		Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
						Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni		in perc. delle forze di lavoro
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale nel 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2021	165,007	3,4	12,782	7,7	3,2	10,297	6,9	2,485	16,9	6,511	7,4	6,271	8,1	2,4
2022	167,790	3,1	11,339	6,8	2,7	9,079	6,0	2,259	14,6	5,685	6,4	5,654	7,2	3,1
2023	169,982	2,9	11,104	6,5	2,3	8,815	5,7	2,289	14,4	5,593	6,2	5,511	6,9	2,9
2023 1° trim.	169,398	3,0	11,141	6,6	2,5	8,922	5,8	2,219	14,0	5,600	6,2	5,541	7,0	3,1
2° trim.	169,835	2,9	11,036	6,5	2,3	8,765	5,7	2,272	14,3	5,547	6,2	5,489	6,9	3,0
3° trim.	169,974	2,9	11,136	6,6	2,3	8,829	5,7	2,307	14,5	5,622	6,2	5,515	6,9	2,9
4° trim.	170,720	2,9	11,102	6,5	2,3	8,743	5,7	2,358	14,8	5,602	6,2	5,500	6,9	2,7
2023 set.	-	-	11,143	6,5	-	8,796	5,7	2,346	14,7	5,624	6,2	5,518	6,9	-
ott.	-	-	11,180	6,6	-	8,784	5,7	2,396	15,0	5,626	6,2	5,553	6,9	-
nov.	-	-	11,129	6,5	-	8,808	5,7	2,321	14,6	5,637	6,2	5,492	6,9	-
dic.	-	-	11,094	6,5	-	8,768	5,7	2,325	14,6	5,584	6,2	5,510	6,9	-
2024 gen.	-	-	11,085	6,5	-	8,762	5,6	2,323	14,6	5,556	6,1	5,529	6,9	-
feb.	-	-	11,102	6,5	-	8,783	5,7	2,319	14,6	5,532	6,1	5,569	6,9	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

2) Non destagionalizzati.

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

### 2.5 Statistiche congiunturali sulle imprese

	Produzione industriale						Produzione nel settore delle costruzioni	Vendite al dettaglio				Fatturato dei servizi <sup>1)</sup>	Immatricolazioni di nuove autovetture
	Totale (escluse le costruzioni)		Raggruppamenti principali di industrie					Totale	Alimentari, bevande, tabacchi	Non alimentari	Carburante		
	Totale	Industria manifatturiera	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo	Beni energetici							
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	9,7	9,6	9,4	8,0	0,7	5,4	5,3	1,0	8,3	9,0	8,0	-2,9
2022	2,1	2,8	-1,9	4,9	6,3	-2,9	2,9	0,9	-2,8	3,1	4,5	10,1	-4,3
2023	-2,3	-1,8	-5,3	2,2	-2,0	-5,6	1,5	-2,0	-2,7	-1,1	-1,8	2,9	14,5
2023 1° trim.	0,7	1,7	-5,5	7,6	5,1	-5,9	1,5	-3,0	-5,2	-1,4	2,3	5,0	18,3
2° trim.	-1,0	-0,1	-6,0	7,2	-1,8	-8,4	1,5	-2,2	-3,3	-1,2	-0,9	3,1	22,6
3° trim.	-4,9	-4,5	-5,2	-2,6	-3,6	-7,5	1,7	-2,3	-1,9	-1,6	-3,9	2,1	15,4
4° trim.	-4,0	-4,3	-4,4	-2,5	-7,0	-0,7	1,2	-0,8	-0,5	-0,1	-4,0	1,8	4,2
2023 set.	-6,9	-6,6	-4,8	-6,2	-6,2	-7,6	1,5	-3,4	-1,1	-4,1	.	1,4	12,2
ott.	-6,3	-6,6	-4,3	-6,4	-8,3	-1,2	0,5	-1,2	-1,0	-0,3	.	2,1	7,8
nov.	-5,3	-5,9	-5,4	-4,7	-7,3	0,8	0,0	-0,6	-0,5	0,3	.	1,4	5,3
dic.	0,2	0,3	-3,4	4,8	-5,2	-1,6	2,8	-0,6	-0,1	-0,2	.	1,8	-0,3
2024 gen.	-6,7	-7,7	-2,5	-12,1	-3,7	0,3	0,8	-0,9	-1,3	-0,7	.	4,5	7,1
feb.	.	.	.	.	.	.	.	-0,7	-1,4	-0,1	.	.	5,1

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

2023 set.	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,9	-1,6	0,2	0,0	0,6	-0,7	.	-0,2	-0,6
ott.	-0,5	-0,4	-0,5	-0,9	-1,6	1,0	-0,7	0,3	-0,6	0,9	.	0,1	-2,3
nov.	0,4	0,3	-0,7	0,5	1,2	2,3	-0,1	0,5	-0,1	0,4	.	-0,2	0,8
dic.	1,6	5,9	-1,4	11,3	0,5	0,8	0,5	-0,6	-0,6	-0,9	.	-0,1	-1,1
2024 gen.	-3,2	-6,8	2,6	-14,5	0,2	0,5	0,5	0,0	0,3	0,4	.	1,5	-0,9
feb.	.	.	.	.	.	.	.	-0,5	-0,4	-0,2	.	.	0,9

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

1) Escluso il commercio e i servizi finanziari.

## 2 Attività economica

### 2.6 Indagini qualitative (dati destagionalizzati)

	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 del settore dei servizi	Prodotto in base all'indice composito
		Clima di fiducia del settore industriale	Capacità utilizzata (in perc.)				Indicatore del clima di fiducia per i servizi	Capacità utilizzata (in perc.)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,1	-11,1	-12,5	-6,6	6,4	-	-	-	-	-
2021	111,2	9,6	80,9	-7,5	4,1	-1,5	8,5	87,1	-	-	-	-
2022	102,1	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,5	9,2	89,7	-	-	-	-
2023	96,4	-5,6	80,9	-17,4	-2,0	-4,0	6,7	90,3	45,0	45,8	51,2	49,7
2023 2° trim.	97,1	-4,9	81,4	-17,0	-0,5	-3,8	7,2	90,1	44,7	46,4	54,5	52,3
3° trim.	94,2	-9,0	80,7	-16,3	-4,7	-4,6	5,0	90,3	43,2	43,1	49,2	47,5
4° trim.	94,9	-9,0	79,9	-16,7	-4,2	-6,5	6,2	90,4	43,9	44,0	48,4	47,2
2024 1° trim.	96,0	-9,1	79,4	-15,5	-5,2	-6,0	6,9	89,9	46,4	46,7	50,0	49,2
2023 ott.	93,9	-8,9	79,9	-17,9	-5,1	-7,1	5,2	90,4	43,1	43,1	47,8	46,5
nov.	94,2	-9,2	.	-16,9	-4,1	-6,9	5,4	.	44,2	44,6	48,7	47,6
dic.	96,5	-8,9	.	-15,1	-3,5	-5,4	8,1	.	44,4	44,4	48,8	47,6
2024 gen.	96,1	-9,2	79,4	-16,1	-4,6	-5,6	8,4	89,9	46,6	46,6	48,4	47,9
feb.	95,5	-9,4	.	-15,5	-5,5	-6,6	6,0	.	46,5	46,6	50,2	49,2
mar.	96,3	-8,8	.	-14,9	-5,6	-5,7	6,3	.	46,1	47,1	51,5	50,3

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 <sup>2)</sup>	Ricchezza immobiliare	Tasso di profitto <sup>3)</sup>	Tasso di risparmio (lordo)	Tasso di indebitamento <sup>4)</sup>	Investimento finanziario	Investimento non finanziario (lordo)	Finanziamento
	Percentuale del reddito disponibile lordo (corretto) <sup>1)</sup>	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					Percentuale del valore aggiunto lordo	Percentuale del PIL	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,5	95,1	2,0	3,7	19,1	8,7	8,8	35,8	8,2	76,1	5,5	9,8	3,5
2022	13,7	92,7	-0,2	2,5	12,8	2,1	7,9	35,7	5,2	71,7	3,1	9,1	1,9
2023	14,3	86,9	1,2	1,9	3,2	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	2,7	0,6
2023 1° trim.	13,5	90,8	1,3	2,3	7,1	2,0	4,2	35,4	5,5	69,7	2,5	1,1	1,4
2° trim.	13,8	89,2	1,3	2,0	2,3	2,2	1,1	35,3	5,4	68,7	1,6	19,8	0,8
3° trim.	14,0	88,0	0,4	1,8	1,3	1,1	-0,7	35,0	5,3	67,8	1,4	-11,4	0,5
4° trim.	14,3	86,9	1,9	1,9	2,3	1,2	-1,9	34,3	5,3	67,6	1,4	5,3	0,6

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Attività economica

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

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

	Conto corrente											Conto capitale <sup>1)</sup>	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi primari		Redditi secondari		Crediti	Debiti
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 1° trim.	1.379,6	1.351,7	27,9	735,6	690,5	321,7	300,2	279,7	283,8	42,5	77,2	36,7	33,8
2° trim.	1.401,7	1.342,2	59,5	725,2	667,1	327,2	294,0	305,1	295,0	44,3	86,1	25,8	22,9
3° trim.	1.414,6	1.339,8	74,8	722,9	645,1	329,1	295,4	320,3	313,1	42,4	86,2	29,1	18,5
4° trim.	1.384,2	1.311,9	72,3	710,3	645,0	328,0	295,0	299,6	284,8	46,3	87,2	61,6	40,6
2023 ago.	471,9	447,8	24,1	241,6	214,4	109,3	98,4	107,0	106,5	14,1	28,5	8,1	5,6
set.	473,2	449,5	23,7	241,7	214,3	109,9	99,9	107,2	106,6	14,3	28,7	13,5	5,0
ott.	457,1	440,1	17,0	230,1	217,8	109,7	98,4	102,7	94,5	14,6	29,5	10,7	9,6
nov.	462,4	439,0	23,4	239,8	213,3	108,6	99,3	99,1	97,7	15,0	28,8	9,3	7,5
dic.	464,7	432,8	31,9	240,4	213,8	109,8	97,3	97,8	92,6	16,8	29,0	41,6	23,5
2024 gen.	478,2	438,9	39,4	247,9	201,2	112,4	107,5	103,9	106,7	14,0	23,5	4,6	7,3
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi</i>												
2024 gen.	5.601,0	5.332,3	268,7	2.899,9	2.610,5	1.311,2	1.194,2	1.214,8	1.192,1	175,0	335,5	145,6	108,0
	<i>transazioni cumulate su 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2024 gen.	39,0	37,1	1,9	20,2	18,2	9,1	8,3	8,5	8,3	1,2	2,3	1,0	0,8

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

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale				Per memoria: Industria manifatturiera	Totale				Per memoria:	
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Industria manifatturiera	Settore petrolifero
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>Valori (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2023 1° trim.	8,8	1,0	722,8	347,3	138,9	224,2	596,6	733,0	432,0	115,1	162,8	506,4	78,5
2° trim.	-1,7	-13,6	708,5	332,0	144,0	216,8	591,9	707,5	412,3	113,7	164,7	504,1	74,2
3° trim.	-5,3	-22,2	702,4	332,1	141,8	214,6	584,3	676,5	390,1	111,4	158,1	486,6	82,5
4° trim.	-5,1	-16,9	706,2	334,1	142,6	214,3	584,9	665,8	380,7	106,6	156,7	470,8	81,2
2023 ago.	-3,7	-24,3	235,9	110,8	49,1	72,1	194,3	224,2	128,8	36,8	52,9	161,7	27,3
set.	-9,1	-23,9	233,7	111,9	46,3	71,1	195,2	223,7	129,9	36,7	51,4	160,2	28,6
ott.	-1,8	-15,5	235,6	111,9	47,6	70,7	196,1	225,1	129,4	36,1	52,9	159,3	29,5
nov.	-4,6	-16,5	236,6	111,5	48,5	71,6	195,6	221,0	126,9	35,0	51,7	156,1	26,7
dic.	-8,9	-18,9	234,0	110,7	46,5	72,1	193,2	219,7	124,4	35,4	52,1	155,4	25,0
2024 gen.	1,3	-16,1	239,0	.	.	.	195,0	210,9	.	.	.	147,3	.
	<i>Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)</i>												
2023 1° trim.	0,8	-1,8	106,4	102,4	107,4	119,0	106,4	117,3	116,4	121,9	117,4	117,9	145,8
2° trim.	-2,8	-6,5	105,1	100,3	110,5	115,8	105,8	116,2	115,4	123,4	118,9	119,8	160,0
3° trim.	-3,9	-10,4	104,0	100,4	107,7	112,8	104,4	112,6	111,6	119,5	116,6	117,0	173,2
4° trim.	-4,1	-9,4	104,0	99,5	106,5	112,9	103,8	110,2	108,7	113,8	115,4	114,1	165,4
2023 lug.	-1,2	-5,3	103,1	99,9	105,9	112,7	103,4	115,4	114,7	121,9	118,7	119,1	169,9
ago.	-1,7	-11,9	105,2	100,5	112,1	113,8	105,7	111,6	110,2	118,6	117,3	116,7	174,9
set.	-8,2	-13,6	103,8	100,8	105,2	111,9	104,1	110,8	110,0	118,2	113,8	115,2	174,9
ott.	-0,5	-6,5	103,9	100,1	107,2	110,7	104,0	110,8	109,2	117,1	116,0	115,8	163,3
nov.	-3,1	-9,3	104,4	99,2	107,4	113,5	104,6	109,7	107,8	110,5	114,8	112,7	163,8
dic.	-8,9	-12,7	103,7	99,1	105,0	114,5	102,7	110,1	109,1	113,8	115,5	113,9	169,2

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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



## 3 Prezzi e costi

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

(valori percentuali su base annua, salvo diversa indicazione)

	Totale					Totale (dest.; variazione percentuale rispetto al periodo precedente) <sup>2)</sup>						Prezzi amministrati	
	Indice: 2015 = 100	Totale		Beni	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 2021	100,0	100,0	68,7	58,2	41,8	100,0	16,7	5,1	26,9	9,5	41,8	86,7	13,3
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 2° trim.	123,2	6,2	5,5	6,8	5,2	0,6	1,8	0,9	0,6	-4,3	1,2	6,1	6,8
3° trim.	123,9	5,0	5,1	4,5	5,3	0,9	1,1	1,2	0,6	1,3	0,9	5,0	4,5
4° trim.	124,1	2,7	3,7	1,7	4,2	0,3	0,7	0,9	0,0	-1,1	0,7	3,0	1,3
2024 1° trim.	124,4	2,6	3,1	.	4,0	0,7	0,8	-0,2	0,3	0,3	1,1	.	.
2023 ott.	124,5	2,9	4,2	1,7	4,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-1,2	0,3	3,2	0,6
nov.	123,8	2,4	3,6	1,3	4,0	-0,2	0,1	0,9	0,0	-2,2	0,0	2,5	1,5
dic.	124,0	2,9	3,4	2,1	4,0	0,0	0,1	0,0	0,2	-1,6	0,3	3,1	1,7
2024 gen.	123,6	2,8	3,3	1,8	4,0	0,4	0,5	0,3	0,1	1,2	0,4	3,0	1,9
feb.	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,4	0,3	-1,0	0,1	1,5	0,5	2,6	2,5
mar.	125,3	2,4	2,9	.	4,0	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,4	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Totale	Di locazione				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
in perc. del totale nel 2021	21,8	16,7	5,1	36,4	26,9	9,5	12,2	7,5	6,5	2,7	11,4	9,0
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 2° trim.	12,5	13,5	9,5	3,7	5,8	-1,8	3,7	2,7	6,1	0,4	7,5	4,1
3° trim.	9,8	10,3	7,9	1,7	4,6	-4,6	3,7	2,7	5,7	0,0	7,2	4,2
4° trim.	6,8	7,1	5,9	-1,1	2,9	-9,8	3,5	2,7	3,2	0,4	5,9	4,0
2024 1° trim.	4,1	4,4	2,8	.	1,6	-3,9	.	.	.	.	.	.
2023 ott.	7,4	8,4	4,5	-1,4	3,5	-11,2	3,6	2,8	3,9	0,3	6,4	4,1
nov.	6,9	7,1	6,3	-1,7	2,9	-11,5	3,5	2,7	2,5	0,2	5,9	4,0
dic.	6,1	5,9	6,8	-0,1	2,5	-6,7	3,5	2,7	3,3	0,5	5,2	3,8
2024 gen.	5,6	5,2	6,9	-0,3	2,0	-6,1	3,4	2,8	3,5	-0,3	5,4	3,8
feb.	3,9	4,5	2,1	0,2	1,6	-3,7	3,4	2,8	3,3	0,0	5,2	3,9
mar.	2,7	3,6	-0,4	.	1,1	-1,8	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

## 3 Prezzi e costi

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

	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni <sup>1)</sup>										Prezzi delle costruzioni <sup>2)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>3)</sup>	Indicatore sperimentale dei prezzi degli immobili commerciali <sup>3)</sup>
	Totale (indice: 2015 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici			
		Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo						
							Totale	Alimentari, bevande alcoliche e tabacchi	Non alimentari				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
in perc. del totale nel 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2021	100,0	12,2	7,5	6,0	11,0	2,6	2,2	3,4	1,7	30,6	5,8	7,9	0,5
2022	133,4	33,4	17,2	14,2	19,9	7,2	12,2	16,5	7,0	82,0	12,0	7,1	0,6
2023	130,5	-2,2	1,8	3,4	-0,4	5,1	8,3	8,4	5,0	-13,3	6,7	-1,1	.
2023 1° trim.	136,4	11,1	9,0	9,8	8,8	7,1	14,1	17,5	7,8	11,9	10,7	0,4	-4,9
2° trim.	129,0	-0,7	0,6	3,7	-0,7	5,6	9,5	9,6	5,9	-11,3	7,5	-1,6	-9,9
3° trim.	128,1	-8,8	-0,5	1,0	-4,0	4,3	6,4	5,5	4,1	-25,1	4,8	-2,2	.
4° trim.	128,4	-8,7	-1,3	-0,4	-4,8	3,3	3,7	2,2	2,4	-23,2	4,3	-1,1	.
2023 set.	128,9	-10,4	0,0	0,5	-4,4	4,0	5,5	4,4	3,6	-27,4	-	-	-
ott.	129,1	-8,3	-1,5	-0,2	-5,0	3,6	4,3	2,9	2,7	-22,3	-	-	-
nov.	128,6	-8,0	-1,5	-0,4	-4,9	3,2	3,6	2,0	2,5	-22,0	-	-	-
dic.	127,6	-9,6	-0,9	-0,5	-4,7	3,0	3,1	1,6	2,1	-25,3	-	-	-
2024 gen.	126,5	-8,0	-2,0	-1,3	-5,4	2,2	1,8	0,2	1,0	-20,0	-	-	-
feb.	125,2	-8,3	-1,5	-1,5	-5,3	2,0	1,3	-0,4	0,7	-21,1	-	-	-

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

1) Solo vendite interne.

2) Prezzi degli input per gli immobili residenziali.

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Deflatori del PIL								Prezzo del petrolio per barile (euro)	Prezzi delle materie prime non energetiche (euro)						
	Totale (dest.; indice: 2015 = 100)	Domanda interna						Esportazioni <sup>1)</sup>		Importazioni <sup>1)</sup>	Ponderati in base alle importazioni <sup>2)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>2)</sup>		
		Totale	Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Totale				Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari	
																Totale
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	109,7	2,2	2,9	2,2	1,8	3,9	5,9	7,9	59,8	29,5	21,4	37,1	29,0	22,0	37,0	
2022	114,9	4,7	6,9	6,8	4,3	8,0	12,5	17,6	95,0	18,3	28,8	9,6	19,4	27,7	10,9	
2023	121,8	6,0	4,3	6,1	3,9	4,1	0,5	-2,9	76,4	-13,0	-11,6	-14,3	-13,8	-12,5	-15,3	
2023 2° trim.	121,2	6,3	4,3	6,8	4,4	4,3	0,3	-3,7	71,6	-18,0	-16,1	-19,9	-18,4	-16,4	-20,8	
3° trim.	122,0	5,9	3,2	5,8	4,0	3,1	-1,9	-7,0	79,8	-13,8	-14,5	-13,0	-14,9	-15,2	-14,5	
4° trim.	123,7	5,3	3,8	3,8	3,0	2,7	-1,4	-4,5	78,5	-9,0	-9,3	-8,8	-10,1	-10,4	-9,6	
2024 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	76,5	-3,3	2,1	-8,4	-3,7	0,6	-8,7	
2023 ott.	-	-	-	-	-	-	-	-	86,2	-12,2	-13,9	-10,4	-13,1	-14,3	-11,6	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	76,9	-8,9	-9,6	-8,1	-10,0	-11,0	-8,8	
dic.	-	-	-	-	-	-	-	-	71,4	-5,8	-3,7	-7,9	-6,8	-5,5	-8,2	
2024 gen.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,5	-5,3	-0,7	-9,6	-6,3	-3,2	-9,7	
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	77,5	-4,4	0,2	-8,9	-4,3	-0,1	-9,1	
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	78,6	0,0	6,9	-6,6	-0,5	5,2	-7,2	

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

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

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

## 3 Prezzi e costi

### 3.4 Indagini qualitative sui prezzi

(dati destagionalizzati)

	Indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese (saldi percentuali)					Indagini presso i responsabili degli acquisti (indici di diffusione)			
	Aspettative sui prezzi di vendita (per i tre mesi successivi)				Tendenze dei prezzi al consumo negli ultimi 12 mesi	Prezzi degli input		Prezzi applicati alla clientela	
	Industria manifatturiera	Commercio al dettaglio	Servizi	Costruzioni		Industria manifatturiera	Servizi	Industria manifatturiera	Servizi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2020	4,7	5,7	4,0	-3,4	28,9	-	-	-	-
2021	31,7	23,9	10,3	19,7	30,4	-	-	-	-
2022	48,5	52,9	27,4	42,4	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,5	19,2	13,9	74,5	43,7	64,6	50,0	57,4
2023 2° trim.	7,1	29,9	18,0	12,4	76,9	41,6	64,3	49,2	58,0
3° trim.	3,5	22,1	15,3	6,5	73,3	39,1	62,0	45,7	55,5
4° trim.	3,7	18,8	17,6	9,8	69,5	42,8	62,0	47,5	54,8
2024 1° trim.	4,7	16,5	17,6	5,0	64,5	44,9	62,3	48,2	56,0
2023 ott.	4,0	19,7	15,9	8,2	72,6	42,5	62,0	46,4	54,1
nov.	3,4	18,3	18,0	9,6	68,9	42,7	62,5	47,2	54,5
dic.	3,6	18,4	18,9	11,6	66,9	43,1	61,6	48,9	55,6
2024 gen.	4,6	18,5	20,1	9,9	66,1	42,8	62,6	48,6	56,3
feb.	3,9	16,7	17,3	3,6	65,3	45,5	62,9	48,3	56,6
mar.	5,6	14,1	15,2	1,4	62,1	46,5	61,5	47,7	55,1

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: 2016 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>1)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Attività imprenditoriali	Attività prevalentemente non imprenditoriali	
1	2	3	4	5	6	7	
in perc. del totale nel 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2021	100,9	0,9	1,1	0,4	0,9	0,9	1,3
2022	105,7	4,8	4,0	7,0	5,0	4,2	2,9
2023	110,4	4,5	4,4	4,9	5,0	3,3	4,5
2023 1° trim.	102,7	5,2	4,9	6,4	5,8	4,1	4,3
2° trim.	113,7	4,3	4,4	4,0	4,5	3,8	4,4
3° trim.	107,4	5,2	5,2	5,0	5,7	3,8	4,7
4° trim.	117,9	3,3	3,1	4,1	4,2	1,8	4,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

## 3 Prezzi e costi

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

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

	Totale (indice: 2015 =100)	Totale	Per settore di attività									
			Agricol- tura, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, energetico e servizi di pubblica utilità	Costruzioni	Commercio, servizi di trasporto, di alloggio e di ristorazione	Servizi di informa- zione e comunica- zione	Attività finanziarie e assicura- tive	Attività immobiliari	Attività professionali, amministrati- ve e servizi di supporto	Amministra- zione pubblica, istruzione, sanità e assistenza sociale	Attività artistiche, di intratteni- mento e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>												
2021	110,1	-0,2	1,8	-3,7	5,6	-1,8	1,2	-1,5	5,0	1,1	0,9	-0,1
2022	113,8	3,3	6,7	3,5	6,2	1,9	3,0	2,7	4,9	3,2	3,5	-3,0
2023	120,8	6,2	3,8	8,4	5,5	7,3	4,4	5,0	4,4	6,4	4,3	2,3
2023 1° trim.	118,8	5,8	4,0	7,0	5,3	6,4	4,5	5,8	4,2	6,9	3,8	0,0
2° trim.	119,5	6,2	2,5	7,1	5,7	7,7	4,4	4,5	4,8	6,5	4,9	2,9
3° trim.	121,5	6,5	4,7	9,3	4,9	7,9	4,1	4,4	3,4	6,5	5,0	3,0
4° trim.	123,0	5,8	3,9	9,3	5,2	6,6	4,3	5,0	5,4	5,2	3,5	3,2
<b>Redditi per occupato</b>												
2021	111,6	4,2	2,7	4,7	5,2	5,5	5,8	3,3	6,6	4,7	2,3	3,3
2022	116,6	4,5	5,0	3,6	4,0	6,2	3,3	3,3	3,9	5,2	3,8	7,1
2023	122,6	5,1	5,6	5,5	4,6	5,7	5,1	4,5	4,1	6,1	4,0	5,5
2023 1° trim.	120,9	5,4	6,1	5,7	4,3	6,7	4,9	5,2	3,7	6,9	3,9	5,4
2° trim.	121,6	5,3	5,9	5,2	5,0	5,9	5,3	4,4	3,7	6,2	4,7	5,5
3° trim.	123,3	5,1	5,5	5,8	4,7	5,1	5,3	4,2	3,7	6,2	4,3	5,8
4° trim.	124,4	4,6	4,7	5,4	4,6	5,1	5,0	4,2	5,2	5,1	3,2	5,2
<b>Produttività del lavoro per occupato</b>												
2021	101,4	4,4	0,9	8,8	-0,3	7,5	4,5	4,9	1,5	3,6	1,3	3,4
2022	102,5	1,1	-1,6	0,0	-2,0	4,2	0,2	0,6	-1,0	1,9	0,3	10,4
2023	101,5	-1,0	1,7	-2,7	-0,9	-1,5	0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	3,1
2023 1° trim.	101,8	-0,4	2,0	-1,2	-0,9	0,3	0,3	-0,6	-0,5	0,0	0,2	5,4
2° trim.	101,8	-0,8	3,4	-1,8	-0,7	-1,6	0,8	-0,1	-1,0	-0,3	-0,2	2,5
3° trim.	101,5	-1,2	0,8	-3,3	-0,2	-2,6	1,1	-0,2	0,3	-0,3	-0,7	2,7
4° trim.	101,2	-1,1	0,8	-3,6	-0,6	-1,4	0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	1,9
<b>Redditi per ora lavorata</b>												
2021	114,1	0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	2,7	1,2	2,2	0,1	0,8	-1,5
2022	118,0	3,4	6,3	3,9	4,3	1,7	3,3	3,5	2,7	3,9	4,8	3,7
2023	124,0	5,1	5,3	5,8	4,8	5,8	5,4	4,9	4,6	6,0	3,9	4,7
2023 1° trim.	121,9	4,8	4,7	5,3	4,1	5,4	5,1	5,3	4,1	6,2	3,7	4,1
2° trim.	122,5	5,0	6,4	5,0	5,0	6,0	5,1	4,3	4,0	5,8	4,1	4,2
3° trim.	124,4	5,0	5,1	5,8	4,9	5,3	5,5	4,4	4,6	6,0	4,0	4,3
4° trim.	125,8	4,4	4,5	5,3	3,6	5,3	4,4	4,4	4,4	4,8	3,0	5,0
<b>Produttività per ora lavorata</b>												
2021	104,7	0,0	0,0	3,5	-6,3	1,0	1,3	2,5	-3,7	-1,5	-0,4	-2,1
2022	104,7	0,0	-1,2	0,2	-2,1	0,1	0,2	0,8	-2,7	0,9	1,3	6,0
2023	103,8	-0,8	1,9	-2,4	-0,6	-1,2	1,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,5
2023 1° trim.	103,7	-0,7	1,4	-1,6	-0,8	-0,4	0,7	-0,5	-0,1	-0,3	0,1	4,0
2° trim.	103,6	-1,0	3,6	-1,9	-0,8	-1,5	0,6	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	1,6
3° trim.	103,5	-1,3	0,9	-3,1	-0,1	-2,4	1,7	-0,1	0,1	-0,5	-1,0	1,6
4° trim.	103,4	-1,2	0,9	-3,6	-0,9	-1,2	0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,6	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

### 4.1 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Euro short-term rate (€STR)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Tasso di finanziamento overnight garantito (SOFR)	Tasso medio overnight di Tokyo (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0,57	-0,56	-0,55	-0,52	-0,49	0,04	-0,02
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2023 ott.	3,90	3,86	3,97	4,11	4,16	5,31	-0,02
nov.	3,90	3,84	3,97	4,06	4,02	5,32	-0,02
dic.	3,90	3,86	3,93	3,92	3,67	5,33	-0,01
2024 gen.	3,90	3,87	3,93	3,89	3,61	5,32	-0,01
feb.	3,91	3,87	3,92	3,90	3,67	5,31	-0,01
mar.	3,91	3,85	3,92	3,89	3,72	5,31	0,02

Fonte: LSEG ed elaborazioni della BCE.

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

### 4.2 Curve dei rendimenti

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

	Tassi a pronti					Spread			Tassi istantanei a termine			
	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>	Stati Uniti	Regno Unito	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	10 anni-1 anno	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-0,73	-0,72	-0,68	-0,48	-0,19	0,53	1,12	0,45	-0,69	-0,58	-0,12	0,24
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2023 ott.	3,82	3,39	2,99	2,68	2,82	-0,56	-0,53	-0,48	2,87	2,41	2,67	3,19
nov.	3,78	3,26	2,81	2,41	2,53	-0,74	-0,83	-0,72	2,67	2,14	2,33	2,88
dic.	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024 gen.	3,81	3,05	2,47	2,05	2,27	-0,79	-0,81	-1,03	2,26	1,67	2,06	2,76
feb.	3,82	3,33	2,90	2,43	2,48	-0,85	-0,76	-0,46	2,79	2,24	2,20	2,79
mar.	3,78	3,26	2,80	2,30	2,36	-0,90	-0,83	-0,55	2,68	2,09	2,07	2,70

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448,3	4.023,6	962,9	289,8	183,0	95,4	164,4	819,0	874,3	377,7	279,6	886,3	4.277,6	28.836,5
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2023 ott.	430,8	4.104,0	922,9	274,1	155,6	123,1	186,7	748,8	810,5	344,5	269,0	775,7	4.269,4	31.381,0
nov.	448,0	4.275,0	963,3	282,6	162,0	123,3	192,5	790,5	885,3	368,0	279,3	742,2	4.460,1	32.960,3
dic.	472,0	4.508,6	1.019,9	298,5	163,4	122,7	202,0	862,9	950,4	390,0	282,2	749,5	4.688,4	33.118,0
2024 gen.	471,8	4.505,8	998,5	289,2	163,2	120,2	204,7	875,3	963,2	381,9	288,4	762,5	4.804,5	35.451,8
feb.	489,4	4.758,9	989,4	315,9	165,3	119,0	207,3	916,0	1.085,4	353,4	283,8	747,9	5.012,0	37.785,2
mar.	509,8	4.989,6	1.046,7	330,6	161,5	123,1	223,8	965,1	1.114,6	358,1	283,7	764,4	5.170,6	39.844,3

Fonte: LSEG.

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	Depositi				Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Crediti da carte di credito revolving	Credito al consumo			Prestiti a imprese individuali e società di persone	Prestiti per acquisto di abitazioni				Indicatore composto del costo del finanziamento	
	A vista	Rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	Con durata prestabilita				Periodo iniziale di determinazione del tasso	TAEG <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			TAEG <sup>3)</sup>				
			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
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 mar.	0,14	1,20	2,11	2,26	6,72	16,15	7,61	7,23	7,90	4,70	3,93	3,78	3,56	3,14	3,72	3,38
apr.	0,17	1,25	2,29	2,42	6,98	16,30	8,03	7,43	8,11	4,91	4,16	3,86	3,61	3,19	3,81	3,49
mag.	0,21	1,30	2,47	2,48	7,15	16,35	8,13	7,60	8,31	5,08	4,28	3,99	3,65	3,31	3,93	3,59
giu.	0,23	1,37	2,71	2,59	7,29	16,35	7,02	7,49	7,99	5,11	4,42	4,07	3,72	3,41	4,05	3,71
lug.	0,27	1,42	2,83	2,86	7,50	16,41	8,38	7,73	8,41	5,23	4,58	4,14	3,72	3,46	4,09	3,76
ago.	0,31	1,50	3,04	3,11	7,60	16,47	8,73	7,83	8,49	5,36	4,71	4,22	3,79	3,51	4,16	3,86
set.	0,33	1,54	3,08	3,12	7,78	16,55	8,47	7,83	8,55	5,40	4,75	4,25	3,86	3,57	4,25	3,89
ott.	0,35	1,59	3,27	3,31	7,98	16,55	8,24	7,87	8,54	5,58	4,84	4,29	3,78	3,61	4,27	3,92
nov.	0,36	1,62	3,32	3,41	7,98	16,66	7,27	7,91	8,54	5,56	4,91	4,32	3,90	3,70	4,35	4,02
dic.	0,37	1,65	3,28	3,46	8,04	16,78	7,54	7,72	8,43	5,38	4,90	4,24	3,81	3,63	4,33	3,97
2024 gen.	0,39	1,68	3,20	3,15	8,14	16,76	7,98	8,02	8,73	5,37	4,86	4,10	3,67	3,52	4,15	3,88
feb.	0,38	1,71	3,17	3,07	8,19	16,80	7,67	7,94	8,63	5,34	4,83	4,01	3,64	3,49	4,11	3,84

Fonte: BCE.

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

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

3) Tasso annuo effettivo globale (TAEG).

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

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

	Depositi			Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti per importo e periodo iniziale di determinazione del tasso									Indicatore composto del costo del finanziamento
	A vista	Con durata prestabilita			fino a 0,25 milioni di euro			oltre 0,25 milioni di euro e fino a 1 milione			oltre 1 milione			
		fino a 2 anni	oltre i 2 anni		tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	tasso variabile e fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 anno	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023 mar.	0,41	2,57	2,95	4,11	4,70	4,83	4,88	4,33	4,48	3,84	4,08	4,32	3,88	4,22
apr.	0,45	2,80	3,11	4,39	4,87	4,74	4,96	4,60	4,59	3,98	4,32	4,37	3,68	4,39
mag.	0,49	2,96	3,13	4,56	5,05	5,07	5,16	4,76	4,84	4,01	4,47	4,58	4,01	4,58
giu.	0,55	3,20	3,10	4,78	5,24	5,43	5,26	4,95	4,99	4,14	4,71	4,88	4,10	4,78
lug.	0,61	3,31	3,58	4,88	5,52	5,52	5,43	5,13	5,02	4,30	4,86	5,01	4,32	4,94
ago.	0,66	3,42	3,53	5,02	5,47	5,65	5,55	5,24	5,16	4,38	5,00	4,89	4,01	4,99
set.	0,75	3,59	3,79	5,19	5,58	5,72	5,64	5,40	5,22	4,40	5,04	4,99	4,20	5,09
ott.	0,80	3,70	3,81	5,31	5,66	5,87	5,73	5,49	5,29	4,52	5,23	5,08	4,54	5,27
nov.	0,83	3,71	3,92	5,33	5,71	5,91	5,79	5,50	5,30	4,55	5,12	5,17	4,40	5,23
dic.	0,84	3,71	4,08	5,38	5,48	5,72	5,68	5,41	5,10	4,51	5,25	5,09	4,37	5,23
2024 gen.	0,89	3,69	3,34	5,37	5,29	5,69	5,65	5,45	5,23	4,44	5,15	5,00	4,18	5,18
feb.	0,90	3,63	3,49	5,40	5,44	5,72	5,61	5,46	5,14	4,38	5,04	4,85	3,97	5,12

Fonte: BCE.

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

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

	Consistenze							Emissioni lorde <sup>1)</sup>						
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale
			Totale	SVF						Totale	SVF			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>A breve termine</b>														
2021	1.407,9	427,8	126,7	50,1	88,8	764,7	674,9	387,3	138,6	79,1	26,3	32,1	137,6	104,8
2022	1.374,4	467,6	145,2	51,9	94,6	667,0	621,7	480,5	182,6	116,0	48,2	48,1	133,9	97,1
2023	1.508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	499,3	211,2	111,7	38,0	48,8	127,6	103,9
2023 set.	1.533,1	590,9	139,0	50,7	91,9	711,3	676,2	522,3	213,9	117,1	42,5	46,8	144,5	126,5
ott.	1.520,3	576,3	139,9	49,5	95,0	709,2	671,7	486,9	197,8	116,3	37,5	51,2	121,6	92,2
nov.	1.533,2	589,7	136,4	48,3	95,6	711,5	667,8	482,2	187,5	120,8	40,9	45,0	129,0	100,2
dic.	1.508,2	587,7	133,3	51,1	85,9	701,3	659,1	330,0	144,5	79,7	36,1	32,2	73,6	60,7
2024 gen.	1.519,3	602,4	143,1	50,9	90,3	683,4	642,7	539,0	215,9	127,5	43,1	47,7	148,0	121,6
feb.	1.490,1	593,4	133,8	45,7	90,0	672,9	636,8	435,2	179,3	104,9	34,3	37,1	114,0	94,5
<b>A lungo termine</b>														
2021	19.928,2	4.184,3	3.377,4	1.343,8	1.597,5	10.769,0	9.948,0	316,2	68,0	83,6	33,7	22,9	141,7	128,2
2022	17.901,8	3.973,1	3.260,9	1.341,5	1.390,8	9.277,0	8.565,2	298,9	78,4	73,5	29,6	16,4	130,6	121,2
2023	19.553,9	4.494,7	3.450,4	1.357,0	1.498,0	10.110,7	9.370,5	325,6	95,6	70,7	25,1	20,5	138,8	130,3
2023 set.	18.662,7	4.294,7	3.394,0	1.366,0	1.423,7	9.550,3	8.836,6	350,1	91,1	91,9	21,6	29,3	137,9	127,9
ott.	18.704,6	4.339,6	3.395,2	1.368,2	1.424,6	9.545,3	8.832,9	335,8	91,7	69,5	22,6	15,0	159,7	153,4
nov.	19.074,4	4.409,8	3.409,8	1.354,9	1.458,9	9.795,9	9.074,7	303,3	84,0	87,6	34,9	25,7	106,0	101,1
dic.	19.553,9	4.494,7	3.450,4	1.357,0	1.498,0	10.110,7	9.370,5	214,6	69,1	59,4	18,2	16,4	69,6	68,0
2024 gen.	19.662,3	4.578,3	3.482,5	1.362,4	1.498,9	10.102,6	9.354,9	477,6	171,1	90,6	30,5	22,9	193,0	172,3
feb.	19.629,1	4.580,1	3.481,1	1.357,8	1.498,5	10.069,4	9.316,1	360,8	98,9	63,0	10,2	17,4	181,4	163,1

Fonte: BCE.

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

### 4.7 Tassi di crescita annuale e consistenze di titoli di debito e azioni quotate

(miliardi di euro e variazioni percentuali; valori di mercato)

	Titoli di debito							Azioni quotate			
	Totale	IFM	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie
			Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	Totale	di cui Amministrazione centrale				
			Totale	SVF							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Consistenze</b>											
2021	21.336,2	4.612,1	3.504,1	1.393,9	1.686,3	11.533,7	10.622,9	10.366,6	600,3	1.703,4	8.062,0
2022	19.276,2	4.440,7	3.406,1	1.393,4	1.485,4	9.944,0	9.186,9	8.711,5	525,2	1.502,6	6.683,1
2023	21.062,1	5.082,5	3.583,8	1.408,1	1.583,9	10.812,0	10.029,6	9.697,5	621,8	1.655,7	7.419,5
2023 set.	20.195,8	4.885,6	3.533,0	1.416,7	1.515,6	10.261,6	9.512,8	9.159,0	576,3	1.598,3	6.984,0
ott.	20.224,9	4.915,9	3.535,0	1.417,7	1.519,5	10.254,5	9.504,6	8.780,2	558,8	1.543,5	6.677,4
nov.	20.607,6	4.999,5	3.546,2	1.403,2	1.554,4	10.507,4	9.742,4	9.397,5	611,5	1.646,7	7.138,9
dic.	21.062,1	5.082,5	3.583,8	1.408,1	1.583,9	10.812,0	10.029,6	9.697,5	621,8	1.655,7	7.419,5
2024 gen.	21.181,6	5.180,8	3.625,6	1.413,2	1.589,2	10.786,0	9.997,6	9.845,8	641,1	1.687,6	7.516,6
feb.	21.119,2	5.173,5	3.614,9	1.403,4	1.588,5	10.742,3	9.952,9	10.170,0	652,5	1.769,5	7.747,7
<b>Tasso di crescita <sup>1)</sup></b>											
2023 lug.	6,0	12,0	3,9	2,0	1,8	4,7	5,3	-1,0	-2,1	0,5	-1,2
ago.	5,9	12,1	3,7	1,6	1,1	4,6	5,3	-1,0	-2,0	0,6	-1,2
set.	6,3	11,0	4,8	3,8	1,6	5,5	6,2	-0,9	-3,1	0,5	-1,0
ott.	6,0	10,5	4,8	3,8	2,2	5,0	5,5	-1,3	-3,0	0,4	-1,5
nov.	5,4	9,9	3,6	1,4	2,2	4,5	4,9	-1,2	-3,3	0,5	-1,4
dic.	5,7	11,3	3,4	0,9	1,9	4,6	5,0	-1,3	-3,1	0,5	-1,6
2024 gen.	5,8	10,3	4,6	2,1	1,9	4,7	5,1	-1,4	-3,0	0,4	-1,7
feb.	5,5	9,8	4,6	1,4	1,7	4,4	4,8	-1,4	-3,0	0,1	-1,5

Fonte: BCE.

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

## 4 Andamenti del mercato finanziario

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

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

	TCE-19						TCE-42	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99,6	93,7	93,6	89,4	68,1	87,5	120,5	94,3
2022	95,3	90,8	93,6	84,3	63,1	82,9	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,3	65,2	86,5	121,8	94,7
2023 2° trim.	98,2	93,9	98,1	88,2	64,3	85,9	121,4	94,6
3° trim.	98,9	94,9	99,0	89,0	65,5	87,4	123,5	95,9
4° trim.	98,3	94,2	98,2	89,0	65,5	87,2	123,0	95,1
2024 1° trim.	98,4	94,5	98,2	.	.	.	123,7	95,3
2023 ott.	98,0	94,1	98,1	-	-	-	122,5	95,0
nov.	98,7	94,6	98,5	-	-	-	123,4	95,3
dic.	98,2	93,9	98,0	-	-	-	123,2	94,9
2024 gen.	98,4	94,3	98,3	-	-	-	123,6	95,2
feb.	98,1	94,2	97,9	-	-	-	123,3	95,0
mar.	98,8	94,9	98,5	-	-	-	124,2	95,6
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2024 mar.	0,6	0,7	0,6	-	-	-	0,7	0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2024 mar.	1,6	1,8	1,3	-	-	-	3,8	2,1

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 2° trim.	7,644	.	23,585	7,450	372,604	149,723	4,537	0,869	4,9488	11,469	0,978	1,089
3° trim.	7,886	.	24,126	7,453	383,551	157,254	4,499	0,860	4,9490	11,764	0,962	1,088
4° trim.	7,771	.	24,517	7,458	382,125	159,118	4,420	0,867	4,9697	11,478	0,955	1,075
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
2023 ott.	7,720	.	24,584	7,460	385,333	158,038	4,512	0,868	4,9682	11,647	0,955	1,056
nov.	7,809	.	24,485	7,458	379,195	161,844	4,402	0,870	4,9703	11,547	0,963	1,081
dic.	7,787	.	24,478	7,456	381,803	157,213	4,334	0,862	4,9707	11,203	0,944	1,090
2024 gen.	7,820	.	24,716	7,457	382,042	159,458	4,365	0,859	4,9749	11,283	0,937	1,091
feb.	7,765	.	25,232	7,455	388,039	161,377	4,326	0,855	4,9746	11,250	0,946	1,079
mar.	7,830	.	25,292	7,457	395,087	162,773	4,307	0,855	4,9708	11,305	0,966	1,087
	<i>Variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2024 mar.	0,8	0,0	0,2	0,0	1,8	0,9	0,4	0,1	0,1	0,5	2,0	0,7
	<i>Variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2024 mar.	6,1	.	6,8	0,1	2,6	13,8	-8,2	-3,0	0,9	0,7	-2,5	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 <sup>1)</sup>			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali	Per memoria: debito lordo esterno
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</i>												
2023 1° trim.	31.760,6	31.487,6	273,0	12.342,4	10.109,1	11.351,7	13.390,3	35,4	6.897,7	7.988,2	1.133,5	16.096,9
2° trim.	31.906,0	31.584,7	321,3	12.230,2	9.984,7	11.737,5	13.698,8	13,5	6.819,1	7.901,2	1.105,7	16.069,4
3° trim.	32.083,3	31.600,0	483,3	12.334,0	10.074,6	11.785,9	13.705,3	-9,6	6.859,0	7.820,1	1.114,1	16.078,3
4° trim.	32.017,5	31.432,1	585,3	11.957,1	9.642,3	12.219,9	14.267,5	8,3	6.683,8	7.522,3	1.148,3	15.749,5
<i>Consistenze (in percentuale del PIL)</i>												
2023 4° trim.	222,8	218,7	4,1	83,2	67,1	85,0	99,3	0,1	46,5	52,3	8,0	109,6
<i>Transazioni</i>												
2023 1° trim.	406,6	373,2	33,4	52,8	18,4	64,9	162,2	5,5	301,9	192,6	-18,5	-
2° trim.	12,9	-27,2	40,1	-104,3	-97,0	213,7	131,6	-5,0	-93,4	-61,8	1,9	-
3° trim.	122,2	26,8	95,4	8,3	-0,5	96,5	114,6	-2,7	22,2	-87,3	-2,2	-
4° trim.	-326,7	-424,5	97,8	-321,5	-311,6	41,9	93,1	23,6	-77,1	-206,0	6,4	-
2023 ago.	103,3	91,3	12,0	17,2	9,3	35,4	43,2	3,3	46,1	38,8	1,3	-
set.	-124,6	-168,2	43,7	-10,9	-35,3	6,7	66,6	2,7	-119,1	-199,5	-3,9	-
ott.	-38,2	-71,8	33,6	-119,8	-121,4	0,7	8,7	17,3	60,1	40,8	3,5	-
nov.	10,0	-27,9	38,0	-54,6	-57,0	79,0	33,9	1,3	-17,0	-4,9	1,4	-
dic.	-298,5	-324,7	26,2	-147,0	-133,2	-37,7	50,5	5,0	-120,3	-242,0	1,5	-
2024 gen.	171,8	177,4	-5,6	-4,4	-9,2	56,0	127,7	10,4	108,9	58,9	0,8	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi</i>												
2024 gen.	189,8	-54,9	244,7	-377,8	-417,1	416,0	603,9	35,2	119,3	-241,7	-2,9	-
<i>Transazioni cumulate sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>												
2024 gen.	1,3	-0,4	1,7	-2,6	-2,9	2,9	4,2	0,2	0,8	-1,7	0,0	-

Fonte: BCE.

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	M3											Totale	
	M2						M3-M2				Totale		
	M1			M2-M1			Totale	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Titoli di debito con scadenza fino a 2 anni			Totale
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Totale	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Totale							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Consistenze													
2021	1.470,4	9.822,6	11.292,9	918,8	2.504,9	3.423,7	14.716,7	118,7	644,1	25,3	788,1	15.504,8	
2022	1.539,5	9.763,0	11.302,6	1.382,1	2.563,9	3.946,1	15.248,7	124,2	646,1	49,5	819,8	16.068,4	
2023	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16.137,1	
2023 1° trim.	1.542,2	9.456,6	10.998,8	1.633,7	2.548,0	4.181,7	15.180,5	102,5	676,6	91,5	870,7	16.051,1	
2° trim.	1.535,3	9.179,2	10.714,5	1.865,1	2.517,8	4.382,9	15.097,4	114,1	695,9	83,7	893,7	15.991,1	
3° trim.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3	
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16.137,1	
2023 set.	1.535,7	8.985,8	10.521,5	2.085,9	2.465,8	4.551,6	15.073,2	131,0	714,4	75,7	921,2	15.994,3	
ott.	1.536,1	8.869,0	10.405,1	2.169,7	2.453,3	4.622,9	15.028,0	144,3	711,2	87,8	943,2	15.971,3	
nov.	1.534,0	8.835,1	10.369,1	2.232,6	2.446,9	4.679,5	15.048,7	161,4	719,2	73,7	954,3	16.003,0	
dic.	1.536,5	8.834,3	10.370,9	2.309,8	2.458,5	4.768,3	15.139,2	186,8	739,0	72,1	997,9	16.137,1	
2024 gen.	1.533,1	8.729,2	10.262,4	2.360,9	2.447,6	4.808,5	15.070,8	183,2	749,6	87,3	1.020,1	16.090,9	
feb. <sup>(p)</sup>	1.533,2	8.715,4	10.248,6	2.423,8	2.433,6	4.857,4	15.105,9	178,5	764,2	69,5	1.012,2	16.118,1	
Transazioni													
2021	107,7	908,1	1.015,8	-121,0	65,7	-55,3	960,5	12,3	20,3	13,2	45,8	1.006,3	
2022	69,2	-47,4	21,9	429,5	54,9	484,4	506,3	3,9	2,4	76,6	82,8	589,1	
2023	-4,4	-954,2	-958,7	925,6	-100,0	825,5	-133,1	40,9	93,4	25,1	159,3	26,2	
2023 1° trim.	1,3	-346,2	-344,9	246,0	-10,9	235,1	-109,9	-22,1	30,4	43,7	52,0	-57,8	
2° trim.	-6,9	-275,8	-282,7	226,6	-30,2	196,4	-86,3	11,6	19,2	-5,5	25,3	-60,9	
3° trim.	0,3	-202,7	-202,4	224,0	-52,1	171,9	-30,5	16,4	18,2	-8,8	25,8	-4,6	
4° trim. <sup>(p)</sup>	0,8	-129,5	-128,6	228,9	-6,8	222,2	93,5	35,0	25,6	-4,4	56,1	149,6	
2023 set.	1,6	-28,5	-26,9	89,5	-19,4	70,1	43,2	8,7	14,8	-7,9	15,6	58,8	
ott.	0,4	-114,6	-114,2	84,3	-12,3	72,0	-42,3	13,3	-3,3	10,8	20,8	-21,5	
nov.	-2,0	-27,4	-29,4	66,4	-6,2	60,2	30,8	17,8	8,0	-14,3	11,5	42,2	
dic.	2,5	12,6	15,0	78,3	11,7	90,0	105,0	3,8	20,9	-0,9	23,8	128,8	
2024 gen.	-2,8	-110,6	-113,4	47,1	-11,1	36,0	-77,4	-1,2	10,4	20,9	30,1	-47,3	
feb. <sup>(p)</sup>	0,1	-14,4	-14,3	65,2	-13,4	51,8	37,5	-4,7	14,4	-16,9	-7,2	30,4	
Variazioni percentuali													
2021	7,9	10,2	9,9	-11,7	2,7	-1,6	7,0	12,1	3,3	158,5	6,2	6,9	
2022	4,7	-0,5	0,2	45,8	2,2	14,1	3,4	3,1	0,4	457,8	11,1	3,8	
2023	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2	
2023 1° trim.	1,4	-5,7	-4,7	69,3	1,3	20,0	1,0	-17,6	15,2	538,5	23,8	2,0	
2° trim.	0,4	-9,3	-8,0	85,8	-0,4	24,0	-0,6	-2,7	14,4	325,1	22,3	0,5	
3° trim.	-0,2	-11,4	-9,9	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2	
4° trim. <sup>(p)</sup>	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2	
2023 set.	-0,2	-11,4	-9,9	76,4	-3,3	21,9	-2,2	10,3	18,4	64,9	19,9	-1,2	
ott.	-0,4	-11,5	-10,0	73,0	-3,9	21,4	-2,2	15,9	14,4	254,6	22,5	-1,0	
nov.	-0,5	-10,9	-9,5	68,8	-4,1	20,8	-1,9	18,2	13,0	93,6	17,8	-0,9	
dic.	-0,3	-9,7	-8,5	66,7	-3,9	20,9	-0,9	32,9	14,4	47,5	19,5	0,2	
2024 gen.	-0,5	-9,9	-8,6	62,2	-4,3	19,8	-1,1	25,1	17,5	71,9	22,4	0,1	
feb. <sup>(p)</sup>	-0,4	-8,9	-7,7	58,0	-4,7	18,8	-0,6	29,5	17,1	-0,5	17,6	0,4	

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<sup>1)</sup>

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>					Società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>2)</sup>	Imprese di assicurazione e fondi pensione	Altre amministrazioni pubbliche <sup>4)</sup>
	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Totale	Depositi a vista	Con durata prestabilita fino a 2 anni	Rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2021	3.228,3	2.802,7	289,7	128,4	7,4	8.087,9	5.380,8	374,1	2.332,3	0,7	1.272,8	229,0	546,9
2022	3.360,4	2.721,4	497,6	135,0	6,4	8.373,7	5.536,8	444,9	2.391,1	0,9	1.302,1	236,3	560,8
2023	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,8	541,7
2023 1° trim.	3.332,6	2.595,7	595,6	132,6	8,6	8.377,5	5.433,3	566,2	2.377,1	0,9	1.227,4	230,5	572,9
2° trim.	3.333,1	2.502,4	687,7	132,0	11,0	8.364,2	5.311,8	701,6	2.349,9	0,8	1.185,0	229,1	564,9
3° trim.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,8	541,7
2023 set.	3.322,6	2.438,8	737,1	131,9	14,8	8.351,5	5.206,0	847,5	2.297,1	0,8	1.216,1	212,6	565,7
ott.	3.326,5	2.413,8	768,5	131,4	12,9	8.346,7	5.150,1	909,6	2.286,3	0,7	1.205,6	210,4	547,0
nov.	3.326,0	2.405,1	772,6	132,0	16,4	8.365,1	5.115,5	969,9	2.278,8	0,8	1.225,4	223,3	536,3
dic.	3.335,1	2.423,9	767,6	131,6	12,1	8.425,6	5.111,6	1.021,7	2.290,9	1,4	1.252,2	234,8	541,7
2024 gen.	3.325,6	2.383,2	802,9	128,4	11,1	8.439,1	5.080,6	1.073,5	2.283,8	1,1	1.211,5	221,9	522,9
feb. <sup>(p)</sup>	3.317,0	2.367,4	810,2	127,9	11,5	8.449,0	5.062,0	1.114,1	2.271,9	1,0	1.216,6	223,4	545,2
<b>Transazioni</b>													
2021	248,2	272,8	-21,3	-6,9	3,6	422,2	411,3	-65,0	76,1	-0,2	159,0	-10,4	46,0
2022	121,9	-89,2	206,5	5,9	-1,4	296,5	167,9	75,2	53,3	0,1	0,8	7,7	14,0
2023	-29,2	-303,0	269,3	-1,4	5,9	22,8	-458,0	575,4	-95,1	0,6	-55,4	-0,1	-25,9
2023 1° trim.	-37,3	-136,6	97,7	-0,7	2,3	-25,3	-132,2	115,9	-9,1	0,1	-74,3	-4,6	8,2
2° trim.	0,9	-91,8	90,9	-0,6	2,4	-13,2	-121,2	135,2	-27,1	-0,1	-43,5	-1,2	-10,7
3° trim.	-13,8	-65,7	48,3	-0,1	3,7	-14,8	-111,2	149,3	-52,9	0,0	30,9	-17,3	0,6
4° trim. <sup>(p)</sup>	21,0	-8,8	32,4	-0,1	-2,5	76,2	-93,4	174,9	-6,0	0,6	31,5	23,0	-24,1
2023 set.	4,1	-15,8	16,2	-0,2	3,9	-9,8	-32,7	42,5	-19,6	0,0	56,5	-5,5	5,0
ott.	5,7	-23,6	31,6	-0,4	-1,9	-4,5	-55,7	62,1	-10,8	-0,1	-9,8	-2,0	-18,7
nov.	4,0	-5,9	5,5	0,7	3,7	19,7	-34,0	60,9	-7,4	0,1	24,3	13,4	-10,8
dic.	11,3	20,7	-4,7	-0,4	-4,2	61,0	-3,8	51,9	12,2	0,6	17,0	11,6	5,4
2024 gen.	-10,8	-42,1	34,4	-3,3	0,1	10,6	-31,9	50,0	-7,2	-0,3	-43,6	-13,2	-18,8
feb. <sup>(p)</sup>	-8,3	-16,3	7,5	0,1	0,4	9,6	-18,6	40,3	-12,0	-0,1	7,9	1,3	22,3
<b>Variazioni percentuali</b>													
2021	8,4	10,8	-6,9	-5,0	103,4	5,5	8,3	-14,8	3,4	-18,4	14,1	-4,3	9,3
2022	3,8	-3,2	70,1	4,6	-16,4	3,7	3,1	20,3	2,3	19,9	0,4	3,4	2,6
2023	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 1° trim.	1,2	-9,4	105,8	3,1	-18,7	2,0	-1,3	57,0	1,3	-10,8	-8,4	0,3	3,1
2° trim.	0,7	-12,7	125,2	2,1	10,4	1,1	-4,4	97,4	-0,3	20,9	-14,2	0,5	-2,3
3° trim.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
4° trim. <sup>(p)</sup>	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2023 set.	-1,2	-14,0	90,6	0,2	83,5	-0,3	-7,4	127,8	-3,4	-14,5	-16,4	-12,3	1,8
ott.	-2,0	-14,2	73,0	0,7	45,8	-0,5	-8,3	134,5	-4,0	-28,7	-10,7	-16,0	-2,9
nov.	-1,8	-13,0	59,3	1,0	102,4	-0,3	-8,5	132,7	-4,4	-18,6	-8,5	-8,9	-5,1
dic.	-0,9	-11,1	54,0	-1,1	91,8	0,3	-8,2	128,2	-4,0	67,4	-4,1	0,0	-4,6
2024 gen.	-1,1	-11,3	49,7	-3,2	57,8	0,3	-8,3	121,5	-4,3	39,2	-5,3	-4,8	-7,3
feb. <sup>(p)</sup>	-1,1	-10,5	42,4	-3,1	45,7	0,6	-7,9	114,1	-4,7	28,9	-1,7	-1,2	-5,4

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Credito alle amministrazioni pubbliche			Credito ad altri residenti nell'area dell'euro								
	Totale	Prestiti	Titoli di debito	Totale	Prestiti					Titoli di debito	Azioni e partecipazioni in fondi comuni di investimento non monetari	
					Totale	A società non finanziarie <sup>3)</sup>	A famiglie <sup>4)</sup>	A società finanziarie escluse le IFM, le imprese di assicurazione e i fondi pensione <sup>3)</sup>	A imprese di assicurazione e fondi pensione			
	Totale	Prestiti corretti <sup>2)</sup>	7	8						9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze</b>												
2021	6.531,5	994,3	5.535,3	14.805,8	12.340,5	12.722,7	4.864,8	6.372,6	941,9	161,1	1.577,2	888,1
2022	6.361,8	1.004,7	5.332,0	15.390,4	12.990,1	13.178,0	5.129,8	6.632,2	1.080,6	147,6	1.564,3	836,0
2023	6.315,4	994,7	5.295,4	15.492,2	13.035,8	13.255,5	5.126,8	6.647,3	1.122,8	139,0	1.559,0	897,4
2023 1° trim.	6.353,2	995,3	5.333,0	15.426,4	13.019,5	13.208,4	5.135,1	6.665,6	1.077,4	141,4	1.557,0	849,9
2° trim.	6.275,3	986,6	5.263,3	15.426,3	12.982,0	13.203,4	5.127,0	6.634,3	1.078,3	142,5	1.575,0	869,3
3° trim.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.186,4	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6
4° trim.	6.315,4	994,7	5.295,4	15.492,2	13.035,8	13.255,5	5.126,8	6.647,3	1.122,8	139,0	1.559,0	897,4
2023 set.	6.212,1	989,2	5.197,9	15.429,0	12.977,5	13.186,4	5.114,6	6.633,5	1.092,3	137,2	1.576,9	874,6
ott.	6.197,1	987,3	5.184,7	15.452,2	13.008,9	13.217,2	5.112,9	6.641,8	1.119,1	135,1	1.563,0	880,3
nov.	6.226,6	986,0	5.215,4	15.471,8	13.033,9	13.235,5	5.118,2	6.652,6	1.129,0	134,1	1.560,0	877,9
dic.	6.315,4	994,7	5.295,4	15.492,2	13.035,8	13.255,5	5.126,8	6.647,3	1.122,8	139,0	1.559,0	897,4
2024 gen.	6.250,1	984,4	5.240,2	15.498,2	13.004,4	13.240,5	5.110,4	6.633,5	1.126,4	134,1	1.584,1	909,7
feb.	6.210,1	982,7	5.201,9	15.529,2	13.029,5	13.263,9	5.114,0	6.638,5	1.140,9	136,1	1.582,2	917,4
<b>Transazioni</b>												
2021	663,0	-0,9	673,6	563,0	475,8	509,2	176,9	261,7	47,4	-10,1	78,0	9,2
2022	176,0	9,5	165,7	635,6	624,1	680,7	269,5	242,0	126,0	-13,4	17,9	-6,4
2023	-160,8	-16,8	-144,2	54,2	23,8	71,8	-5,2	6,5	30,6	-8,1	-15,4	45,7
2023 1° trim.	-73,1	-17,6	-55,3	1,2	3,9	8,2	-1,6	14,8	-3,4	-5,9	-11,2	8,5
2° trim.	-75,1	-8,6	-66,9	0,5	-32,2	-0,1	-5,1	-28,6	0,6	1,0	17,5	15,2
3° trim.	-18,2	1,6	-19,5	8,3	0,4	-11,2	-8,6	1,8	12,5	-5,3	2,1	5,8
4° trim.	5,6	7,8	-2,5	44,2	51,7	74,9	10,1	18,5	20,9	2,2	-23,8	16,3
2023 set.	1,0	1,6	-0,6	16,2	13,0	7,6	-5,3	2,2	10,2	6,0	4,2	-1,0
ott.	-16,4	0,9	-17,4	32,4	37,1	34,8	2,6	10,0	26,3	-1,8	-12,8	8,2
nov.	-14,2	-2,1	-12,2	4,9	19,3	26,3	-3,9	11,5	12,5	-0,8	-6,9	-7,5
dic.	36,3	9,0	27,2	6,9	-4,6	13,9	11,4	-3,0	-17,9	4,9	-4,1	15,7
2024 gen.	-43,2	-8,1	-35,2	7,5	-27,6	-11,4	-14,0	-13,1	4,4	-4,9	26,9	8,3
feb.	-22,5	-2,0	-20,5	37,5	33,8	33,9	5,9	4,9	21,0	2,0	-1,0	4,7
<b>Variazioni percentuali</b>												
2021	11,3	-0,1	13,8	3,9	4,0	4,2	3,8	4,3	5,2	-4,6	5,2	1,0
2022	2,7	1,0	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 1° trim.	-0,1	-1,5	0,1	2,9	3,5	3,9	4,5	2,9	5,0	-9,7	-1,3	2,0
2° trim.	-2,5	-2,3	-2,5	1,5	1,4	2,0	2,5	1,1	0,6	-12,2	1,0	4,4
3° trim.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
4° trim.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2023 set.	-2,1	-2,1	-2,1	0,2	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,6	-13,9	1,6	5,0
ott.	-2,6	-1,8	-2,7	0,4	0,0	0,4	-0,9	0,2	4,7	-14,2	1,3	5,0
nov.	-2,8	-1,7	-3,1	0,2	0,0	0,4	-0,7	0,2	3,4	-10,5	-0,2	3,9
dic.	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,4	-1,0	5,4
2024 gen.	-2,4	-1,0	-2,7	0,4	-0,1	0,4	-0,5	-0,1	2,9	-8,7	1,3	6,4
feb.	-2,8	-1,2	-3,1	0,7	0,2	0,7	-0,3	-0,1	5,9	-7,6	1,6	6,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Società non finanziarie <sup>2)</sup>					Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale		Fino a 1 anno	Oltre 1 e fino a 5 anni	Oltre 5 anni	Totale		Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>				Totale	Prestiti corretti <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2021	4.864,8	4.995,5	889,0	1.005,2	2.970,7	6.372,6	6.637,5	698,3	4.970,8	703,5
2022	5.129,8	5.130,8	967,2	1.077,6	3.085,0	6.632,2	6.832,8	717,3	5.214,6	700,2
2023	5.126,8	5.143,5	913,9	1.091,2	3.121,7	6.647,3	6.864,5	733,5	5.227,8	685,9
2023 1° trim.	5.135,1	5.140,9	940,7	1.091,8	3.102,6	6.665,6	6.868,6	723,7	5.236,0	705,9
2° trim.	5.127,0	5.137,8	924,3	1.088,2	3.114,6	6.634,3	6.867,7	726,0	5.207,9	700,3
3° trim.	5.114,6	5.123,2	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.864,9	731,6	5.210,5	691,4
4° trim.	5.126,8	5.143,5	913,9	1.091,2	3.121,7	6.647,3	6.864,5	733,5	5.227,8	685,9
2023 set.	5.114,6	5.123,2	902,8	1.085,4	3.126,5	6.633,5	6.864,9	731,6	5.210,5	691,4
ott.	5.112,9	5.121,1	897,4	1.087,7	3.127,8	6.641,8	6.864,1	731,1	5.222,8	688,0
nov.	5.118,2	5.129,6	902,1	1.087,5	3.128,6	6.652,6	6.866,7	732,1	5.231,6	688,9
dic.	5.126,8	5.143,5	913,9	1.091,2	3.121,7	6.647,3	6.864,5	733,5	5.227,8	685,9
2024 gen.	5.110,4	5.127,9	894,4	1.093,1	3.123,0	6.633,5	6.868,1	734,6	5.214,8	684,0
feb.	5.114,0	5.131,1	893,8	1.090,6	3.129,6	6.638,5	6.872,1	736,6	5.220,1	681,7
<b>Transazioni</b>										
2021	176,9	208,3	-1,6	2,3	176,1	261,7	267,3	10,7	254,9	-3,9
2022	269,5	309,3	78,6	77,4	113,5	242,0	250,3	22,7	218,5	0,8
2023	-5,2	25,5	-44,5	10,5	28,7	6,5	24,4	18,9	8,6	-21,1
2023 1° trim.	-1,6	5,1	-24,1	11,4	11,1	14,8	18,7	4,6	15,0	-4,7
2° trim.	-5,1	0,0	-15,0	-2,9	12,9	-28,6	1,1	3,9	-27,6	-4,9
3° trim.	-8,6	-10,4	-21,8	-3,3	16,5	1,8	0,3	6,7	2,8	-7,6
4° trim.	10,1	30,8	16,5	5,4	-11,7	18,5	4,3	3,8	18,5	-3,8
2023 set.	-5,3	5,6	0,2	-0,6	-4,8	2,2	1,9	2,6	1,8	-2,2
ott.	2,6	1,1	-4,1	3,1	3,6	10,0	0,5	0,3	12,3	-2,6
nov.	-3,9	12,9	7,6	-2,4	-9,1	11,5	3,7	1,5	9,4	0,7
dic.	11,4	16,8	13,1	4,6	-6,2	-3,0	0,1	2,0	-3,2	-1,9
2024 gen.	-14,0	-12,8	-18,2	1,1	3,0	-13,1	3,6	1,0	-12,4	-1,7
feb.	5,9	6,2	1,0	-1,8	6,7	4,9	4,1	2,5	4,4	-2,1
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,8	4,3	-0,2	0,2	6,3	4,3	4,2	1,5	5,4	-0,6
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	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 1° trim.	4,5	5,3	4,0	9,1	3,1	2,9	2,9	3,1	3,3	-0,8
2° trim.	2,5	3,1	-1,9	6,3	2,5	1,1	1,7	2,5	1,2	-1,7
3° trim.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
4° trim.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2023 set.	-0,4	0,2	-9,0	2,2	1,4	0,2	0,8	2,8	0,2	-2,5
ott.	-0,9	-0,2	-9,6	1,6	1,1	0,2	0,6	2,6	0,3	-2,9
nov.	-0,7	0,0	-7,9	1,4	0,9	0,2	0,5	2,6	0,3	-2,9
dic.	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024 gen.	-0,5	0,2	-5,7	0,8	0,7	-0,1	0,3	2,7	-0,1	-3,1
feb.	-0,3	0,4	-4,5	0,1	0,8	-0,1	0,3	2,8	-0,1	-3,1

Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condizioni di finanziamento e andamenti creditizi

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

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

	Passività delle IFM						Attività delle IFM			
	Detenute dalle amministrazioni centrali <sup>2)</sup>	Passività a più lungo termine nei confronti degli altri residenti nell'area dell'euro					Attività nette sull'estero	Altre		
		Totale	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso superiore a 3 mesi	Titoli di debito con scadenza superiore a 2 anni	Capitali e riserve		Totale	Operazioni pronti contro termine con controparti centrali <sup>3)</sup>	Operazioni pronti contro termine inverse con controparti centrali <sup>3)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Consistenze</b>										
2021	736,9	6.886,2	1.838,9	37,1	1.999,2	3.010,9	1.377,6	413,1	128,5	136,8
2022	649,6	6.753,3	1.783,1	45,9	2.121,8	2.802,4	1.333,4	385,7	137,2	147,2
2023	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,4	1.860,7	268,5	155,0	152,6
2023 1° trim.	573,9	6.912,1	1.792,0	55,5	2.168,4	2.896,2	1.424,1	333,5	152,2	165,8
2° trim.	485,0	6.984,3	1.806,8	61,5	2.229,8	2.886,2	1.461,1	297,7	169,0	172,6
3° trim.	456,0	7.143,8	1.824,6	72,9	2.367,0	2.879,3	1.633,4	319,6	153,8	163,3
4° trim. <sup>(p)</sup>	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,4	1.860,7	268,5	155,0	152,6
2023 set.	456,0	7.143,8	1.824,6	72,9	2.367,0	2.879,3	1.633,4	319,6	153,8	163,3
ott.	440,0	7.225,5	1.819,7	77,7	2.415,4	2.912,8	1.735,8	251,7	163,1	151,4
nov.	407,6	7.273,7	1.827,9	83,7	2.414,7	2.947,5	1.794,2	191,7	170,4	162,0
dic.	461,3	7.338,4	1.826,4	90,5	2.424,1	2.997,4	1.860,7	268,5	155,0	152,6
2024 gen.	457,2	7.375,4	1.829,9	97,0	2.448,1	3.000,4	1.961,0	214,2	165,7	159,7
feb. <sup>(p)</sup>	438,7	7.367,0	1.828,0	101,7	2.464,9	2.972,4	1.936,0	248,6	165,4	173,4
<b>Transazioni</b>										
2021	26,3	-38,0	-74,9	-5,0	-39,5	81,4	-111,2	-120,3	-8,3	-4,3
2022	-83,4	38,8	-89,0	-4,4	15,3	117,0	-69,4	-197,7	10,4	18,0
2023	-194,6	334,1	24,7	40,1	227,1	42,2	460,8	-188,5	19,7	9,0
2023 1° trim.	-82,1	79,8	5,4	5,0	58,3	11,2	62,5	-50,6	14,9	18,9
2° trim.	-88,7	96,7	13,8	6,1	61,8	14,9	90,2	-68,7	16,8	6,7
3° trim.	-29,1	98,1	16,9	11,4	44,9	24,9	130,5	-56,2	-13,3	-6,0
4° trim. <sup>(p)</sup>	5,3	59,5	-11,3	17,6	62,0	-8,8	177,6	-13,1	1,2	-10,7
2023 set.	16,4	37,8	15,9	4,9	10,5	6,6	58,8	37,1	-10,5	4,8
ott.	-16,0	34,0	-4,4	4,8	25,6	8,0	60,8	-80,2	9,3	-12,0
nov.	-32,5	15,6	-4,9	6,0	15,9	-1,5	62,7	-28,0	7,3	10,7
dic.	53,8	10,0	-2,0	6,8	20,5	-15,3	54,2	95,2	-15,4	-9,4
2024 gen.	-3,7	61,4	2,7	6,4	37,0	15,2	103,0	-57,0	10,7	7,0
feb. <sup>(p)</sup>	-18,5	14,9	1,7	4,7	14,9	-6,5	-17,1	28,8	2,3	13,7
<b>Variazioni percentuali</b>										
2021	3,7	-0,5	-3,9	-11,9	-2,0	2,7	-	-	-6,0	-3,0
2022	-11,4	0,6	-4,8	-13,0	0,6	4,1	-	-	7,8	12,7
2023	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 1° trim.	-22,6	2,3	-3,3	-0,5	4,9	4,0	-	-	-4,3	1,4
2° trim.	-37,6	3,5	-2,2	25,1	8,7	3,0	-	-	1,8	10,3
3° trim.	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2023 set.	-30,3	4,9	1,4	48,8	10,4	2,4	-	-	5,6	14,2
ott.	-34,5	5,6	1,7	57,8	11,1	3,0	-	-	14,8	-0,5
nov.	-40,3	5,3	1,3	68,5	10,3	2,9	-	-	7,4	-2,7
dic.	-29,8	4,9	1,4	80,2	10,6	1,5	-	-	14,3	6,0
2024 gen.	-20,3	5,2	1,6	85,3	10,3	2,1	-	-	8,4	4,2
feb. <sup>(p)</sup>	-21,5	5,1	1,7	88,7	10,5	1,5	-	-	10,0	11,0

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
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,1	0,3	1,0
2020	-7,1	-5,8	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,2	-5,2	0,0	0,1	0,0	-3,8
2022	-3,6	-3,9	0,0	0,0	0,3	-1,9
2022 4° trim.	-3,6	.	.	.	.	-1,9
2023 1° trim.	-3,7	.	.	.	.	-2,0
2° trim.	-3,8	.	.	.	.	-2,1
3° trim.	-3,5	.	.	.	.	-1,7

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

### 6.2 Entrate e spese

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

	Entrate						Spese						
	Totale	Entrate correnti				Entrate in conto capitale	Totale	Spese correnti					Spese in conto capitale
		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	
2019	46,3	45,8	12,9	13,1	15,0	0,5	46,9	43,2	9,9	5,4	1,6	22,4	3,8
2020	46,4	45,9	12,9	12,7	15,5	0,5	53,5	48,9	10,6	5,9	1,5	25,3	4,6
2021	47,0	46,2	13,2	13,1	15,1	0,8	52,2	47,2	10,2	5,9	1,5	23,9	5,0
2022	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2022 4° trim.	46,9	46,1	13,5	12,9	14,8	0,8	50,5	45,4	9,9	5,9	1,7	22,8	5,1
2023 1° trim.	46,6	45,8	13,4	12,8	14,8	0,8	50,3	45,2	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
2° trim.	46,4	45,6	13,4	12,7	14,8	0,8	50,2	45,1	9,8	5,8	1,7	22,7	5,1
3° trim.	46,4	45,6	13,4	12,6	14,8	0,8	49,8	44,8	9,8	5,8	1,7	22,6	5,0

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

### 6.3 Rapporto debito pubblico/PIL

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

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

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

## 6 Andamenti della finanza pubblica

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

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

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

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

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

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

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

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

	Servizio del debito in scadenza entro 1 anno <sup>2)</sup>					Vita residua media in anni <sup>3)</sup>	Rendimento nominale medio <sup>4)</sup>						
	Totale	Capitale		Interesse			Consistenze in essere					Transazioni	
		Totale	Scadenze fino a 3 mesi	Totale	Scadenze fino a 3 mesi		Totale	A tasso variabile	Zero coupon	A tasso fisso		Emissione	Rimborsi
										Totale	Scadenze fino a 1 anno		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	14,0	12,7	4,2	1,2	0,3	7,9	1,6	1,1	-0,4	1,9	1,9	-0,1	0,5
2022	13,0	11,9	4,2	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 1° trim.	13,5	12,3	4,2	1,2	0,3	8,1	1,8	1,2	1,0	1,9	2,0	2,1	0,7
2° trim.	13,6	12,3	3,6	1,3	0,3	8,1	1,9	1,3	1,5	1,9	2,0	2,8	1,1
3° trim.	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
4° trim.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2023 set.	13,7	12,4	3,8	1,3	0,3	8,1	1,9	1,1	1,8	2,0	1,7	3,3	1,5
ott.	13,4	12,0	3,5	1,4	0,3	8,2	2,0	1,1	2,0	2,0	1,7	3,5	1,7
nov.	13,6	12,2	3,8	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,7	3,6	1,8
dic.	13,9	12,5	4,5	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	1,9
2024 gen.	13,4	12,0	4,2	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,0	2,0	1,4	3,6	2,1
feb.	13,3	11,9	4,5	1,4	0,4	8,2	2,0	1,2	2,1	2,0	1,4	3,6	2,3

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

Fonte: Eurostat.

© Banca centrale europea, 2024

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

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

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

Le statistiche contenute in questo numero sono aggiornate al 10 aprile 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-24-003-IT-N (online)